



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



En el año 2006,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 5 euros.

BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE 2006

*Traducción provisional realizada por el Banco de España.
La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del
BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta
versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográfi-
cas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al
contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2006

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2006

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la
responsabilidad del Comité Ejecutivo
del BCE. Su traducción y su publicación
corren a cargo de los bancos centrales
nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permi-
te la reproducción para fines docentes o
sin ánimo de lucro, siempre que se cite
la fuente.*

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 6 de diciembre de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	
Evolución monetaria y financiera	
Precios y costes	
Producto, demanda y mercado de trabajo	
Evolución de las finanzas públicas	
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	

Recuadros

1 Inversión de los hogares en empresas de seguros y fondos de pensiones	22
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 9 de agosto y el 7 de noviembre de 2006	28
3 ¿Que influencia han tenido las primas de riesgo en el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro?	34
4 Tendencias recientes en las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero en la zona del euro	44
5 Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro	50
6 Utilización de los datos de contabilidad nacional para evaluar las presiones sobre los precios en la zona del euro	56
7 Evolución reciente de la población activa de la zona del euro	68
8 Sostenibilidad fiscal a largo plazo en la zona del euro	76
9 Supuestos técnicos	78
10 Previsiones de otras instituciones	82

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

9 ANEXOS

15 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
54 El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
63 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2005	IX
72	
78	
83 Glosario	XVII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board at the exporter's border</i>)
HWHA	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 7 de diciembre de 2006, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos, hasta el 3,50%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose en el 4,50% y el 2,50%, respectivamente. Estas decisiones comenzarán a aplicarse al inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas, el 13 de diciembre de 2006.

La decisión del Consejo de Gobierno de incrementar los tipos de interés oficiales del BCE refleja los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo identificados en el contexto de su análisis económico y monetario. Esta decisión contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, 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, la orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés oficiales del BCE continúan situados en niveles bajos, que el crecimiento monetario y del crédito es dinámico, y que la situación de liquidez de la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores, a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse.

Comenzando con el análisis económico, de acuerdo con la primera estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,5% en el tercer trimestre del 2006. Por tanto, los datos confirman la valoración del Consejo de Gobierno de que la actividad económica ha mantenido su fortaleza, aunque se ha moderado respecto a las tasas muy elevadas registradas durante el primer semestre del año. La demanda interna siguió siendo el principal determinante del

crecimiento económico durante el tercer trimestre, lo que confirma que la recuperación de la expansión económica de la zona del euro tiene un carácter más generalizado y autosostenido. La información relativa a la actividad económica procedente de diversas encuestas de confianza y estimaciones basadas en indicadores económicos apoya la valoración de que el crecimiento ha mantenido su dinamismo durante el último trimestre de este año.

De cara al futuro, continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro registre tasas de crecimiento elevadas cercanas a su potencial. Aunque es posible que, entre finales de este año y principios del próximo, las tasas de crecimiento intertrimestrales muestren cierto grado de volatilidad, por efecto de las variaciones de los impuestos indirectos en un país grande de la zona del euro, las perspectivas para la actividad económica a medio plazo siguen siendo favorables. En cuanto al entorno exterior, se observa un mayor equilibrio del crecimiento económico entre las distintas regiones. El crecimiento mundial, favorecido en parte por la disminución de los precios del petróleo, es vigoroso, lo que constituye un respaldo para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo relativamente elevado. La inversión debería mantener su dinamismo, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de la reestructuración de los balances, del incremento acumulado y en curso de los beneficios, y de la mejora de la eficiencia empresarial. El consumo también debería seguir reforzándose con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación del empleo continúe mejorando.

Estas perspectivas también quedan reflejadas en las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. De acuerdo con las proyecciones, la tasa media anual de crecimiento del PIB real se situará, en el 2006, en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,9%, entre el 1,7% y el 2,7% en el 2007, y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. La mayoría de las previsiones publicadas recientemente por organizaciones internacionales ofrecen un panorama muy similar. En comparación con las proyecciones de septiembre de los expertos del BCE, los intervalos de crecimiento del PIB real

previstos para el 2006 y el 2007 se han revisado al alza, como reflejo, fundamentalmente, del supuesto de precios de la energía inferiores y de sus efectos sobre la renta real disponible.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas en conjunto favorables para el crecimiento económico durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones apuntan a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo, con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, especialmente tras la suspensión de las negociaciones comerciales de la Ronda de Doha, y con una posible evolución desordenada debido a los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 1,8% en noviembre del 2006, frente al 1,6% y el 1,7% registrados en octubre y septiembre, respectivamente. Aunque todavía no se dispone de un desglose detallado de los datos relativos al IAPC de noviembre, el descenso de las tasas interanuales de inflación medida por el IAPC durante los dos meses anteriores se debió principalmente a las considerables caídas de los precios del petróleo registradas desde agosto, así como a efectos de base. Aunque las perspectivas de la evolución de los precios de la energía siguen siendo inciertas, considerando la trayectoria implícita de los precios del petróleo en los mercados de futuros, es probable que las tasas de inflación vuelvan a aumentar durante los primeros meses del 2007 y oscilen en torno al 2% a lo largo del año, reflejando también los efectos del incremento de los impuestos indirectos.

Las proyecciones de diciembre elaboradas por los expertos del Eurosistema sitúan la tasa de inflación anual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el 2006, entre el 1,5 y el 2,5% en el 2007, y entre el 1,3% y el 2,5% en el 2008. La mayoría de las previsiones publicadas por organizaciones internacionales presentan un panorama muy similar. En comparación con las proyecciones de septiembre del 2006 de los expertos del BCE, los intervalos referidos al 2006 y al 2007 son ligeramente inferiores, debido principalmente al

supuesto de precios de la energía inferiores. En este contexto, es importante recordar el carácter condicional de estas proyecciones, que se basan en una serie de supuestos técnicos, incluidas las expectativas de los mercados sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo y sobre los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas.

Según el Consejo de Gobierno, las perspectivas de la evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, derivados fundamentalmente de una transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo más acusada de lo previsto en el escenario de referencia, de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados y decididos hasta el momento. Lo que es más importante, dada la evolución favorable del crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, la evolución de los salarios podría ser más dinámica de lo esperado actualmente. Por tanto, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades a este respecto. Los acuerdos salariales deberían tener en cuenta la evolución de la productividad en relación con el nivel todavía alto del desempleo y las posiciones de la competitividad de precios. También es importante que en la fijación de salarios dejen de aplicarse mecanismos de indexación automática de carácter retrospectivo.

En lo que se refiere al análisis monetario, la tasa interanual de crecimiento de M3 registrada en octubre se mantuvo en el 8,5%, nivel cercano al de las tasas más altas observadas desde la introducción del euro, lo que apunta a la existencia de riesgos inflacionistas a medio y a largo plazo. Aunque la subida de los tipos de interés ha ejercido cierta influencia sobre la evolución monetaria durante los últimos meses, hasta el momento, este efecto se ha reflejado en mayor medida en desplazamientos entre los componentes de M3 que en una moderación de la expansión de M3. En concreto, la tasa interanual de crecimiento de M1 se ha moderado ligeramente, reflejando desplazamientos desde depósitos a la vista hacia otros componentes de M3 que ofrecen rendimientos relacionados más directamente con el mercado.

En términos más generales, el ritmo de expansión monetaria y del crédito sigue siendo rápido como reflejo del reducido nivel de los tipos de interés y del fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. Concretamente, el crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado continúa registrando tasas interanuales de dos dígitos, basando su dinamismo en el impulso equilibrado de los hogares y del sector empresarial. En este contexto de alza de los tipos de interés, el crecimiento del endeudamiento de los hogares ha mostrado señales de estabilización durante los últimos meses, aunque en tasas de crecimiento muy elevadas. En contraste, el crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras mantiene su tendencia alcista situándose actualmente en tasas interanuales superiores al 12%, el nivel más alto desde principios de la década de los noventa. Por tanto, si se consideran las contrapartidas de M3, la expansión del crédito al sector privado sigue siendo el motor principal del intenso crecimiento monetario.

Desde una perspectiva a medio y a largo plazo, la evolución más reciente sigue estando en consonancia con la persistente tendencia alcista de la tasa subyacente de crecimiento monetario, observada en el marco del análisis monetario del BCE desde mediados del 2004. Asimismo, tras varios años de sólido crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. La continuación del pronunciado crecimiento monetario y del crédito en un contexto de liquidez abundante apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en vista de la mejora de la situación económica y del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario en muchas partes de la zona del euro.

En síntesis, se prevé que las tasas de inflación anuales oscilen en torno al 2% en los dos próximos años y que los riesgos para estas perspectivas sigan apuntando al alza. Además, teniendo en cuenta el considerable vigor del crecimiento monetario y del crédito, en un entorno de holgada liquidez, la comparación de los resultados procedentes del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Es

imprescindible que las expectativas de inflación se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Actuar con firmeza en el momento oportuno es esencial a fin de garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse.

Por lo que se refiere a la política fiscal, las previsiones de otoño de la Comisión Europea señalan que, en la mayoría de los países europeos, el déficit descenderá a niveles inferiores al 3% del PIB antes del final del 2007. Aunque las mejoras previstas de los desequilibrios fiscales resultan muy satisfactorias, pueden atribuirse sólo parcialmente al notable progreso del saneamiento estructural, puesto que el aumento del crecimiento económico y los elevados ingresos extraordinarios están desempeñando un papel importante. Por otra parte, en varios de los países que presentan desequilibrios presupuestarios, los esfuerzos realizados son aún insuficientes para lograr sus respectivos objetivos a medio plazo en el momento oportuno y cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. Este desfase constituye una seria preocupación. Por lo tanto, es esencial que las próximas actualizaciones de los programas de estabilidad contemplen no sólo medidas encaminadas a obtener progresos significativos en la corrección de los déficit excesivos de forma sostenible, sino también que constituyan avances suficientes hacia la consecución de posiciones presupuestarias saneadas en los países con desequilibrios. En la actual fase de expansión económica, es fundamental que todos los países eviten la aplicación de políticas procíclicas. Asimismo, es necesario acelerar las reformas estructurales presupuestarias, como parte de una estrategia integral a medio plazo dirigida a estimular los incentivos económicos y la solvencia de los sistemas de seguridad social, lo que representaría una contribución fundamental de las políticas fiscales al crecimiento económico y a la sostenibilidad presupuestaria y reforzaría la confianza en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado.

En lo que concierne a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acogió con satisfacción los informes de progreso presentados por los Estados miembros de la UE en el 2006 en relación con sus

programas nacionales de reformas para el período 2005-2008, de acuerdo con los principios de la nueva Estrategia de Lisboa. Si bien resulta alentador observar que se están adoptando o está previsto adoptar numerosas medidas concretas de reforma, queda mucho por hacer para dotar a la economía de la zona del euro de un mayor dinamismo, lo que resulta decisivo para afrontar los desafíos que plantea la globalización, el envejecimiento de la población y el rápido cambio tecnológico. Las medidas de reforma deberían fomentar una mayor integración, flexibilidad y competitividad de las economías de la zona del euro, mejorando, en consecuencia, la eficiencia de los procesos de ajuste y reforzando su capacidad de resistencia ante perturbaciones. Estas condiciones son esenciales para mejorar el aprovechamiento de los considerables beneficios de la moneda única y el comportamiento de la economía del conjunto de la zona del euro y de la de cada uno de los Estados miembros.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La información procedente de las encuestas más recientes confirma que la economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso aunque más moderado. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo se ha reducido notablemente en varios países. Los riesgos provenientes del mercado de petróleo han disminuido en comparación con la situación de hace unos meses, aunque los precios del crudo siguen siendo elevados en un entorno de gran volatilidad. También persisten los riesgos derivados de una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales y de una intensificación de las presiones proteccionistas.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso. La producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) siguió creció con bastante dinamismo en tasas interanuales en el mes de septiembre del 2006 (véase gráfico 1). Los datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren una cierta mejora de la actividad económica mundial en el cuarto trimestre, como consecuencia de un renovado fortalecimiento del sector servicios, mientras que en el sector manufacturero se observó una cierta moderación.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo se ha reducido últimamente de forma notable en varios países. Los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, han seguido aumentando en general a tasas relativamente moderadas y, en gran medida, estables. La evidencia de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios parece indicar que las presiones inflacionistas podrían haberse atenuado recientemente a escala mundial.

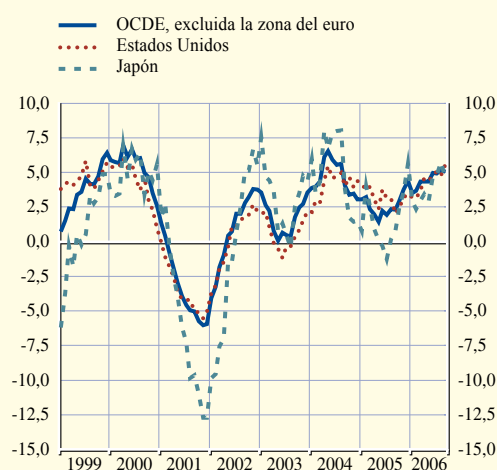
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones preliminares del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2006 indican que el ritmo de expansión económica se redujo hasta el 0,5%, en tasa intertrimestral, desde el 0,6% registrado en el trimestre anterior. El descenso del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre refleja, principalmente, una caída de la inversión residencial. El consumo de los hogares resistió la desaceleración del mercado de la vivienda, mientras que la inversión bruta prácticamente no experimentó variación, ya que el sólido incremento de la inversión en *software*, equipo y estructuras no residenciales y en existencias compensó la caída de la inversión residencial.

Tras aumentar de forma sostenida en los meses anteriores del año, el déficit comercial por concepto de bienes y servicios experimentó una acusada contracción en septiembre, bajando a 64,3 mm de dólares estadounidenses desde la cifra revisada de 69 mm de dólares correspondiente a agosto. La reducción del déficit comercial fue resultado de un incremento de las exportaciones y de un acusado descenso de las importaciones. Este descenso se debió, principal pero no exclusivamente, a una caída de las importaciones de petróleo, que refleja una reducción de los precios y volúmenes de la energía.

Gráfico 1 Producción industrial en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre del 2006.

Tras la considerable moderación observada en septiembre, la inflación medida por los precios de consumo volvió a reducirse en octubre como resultado de una nueva caída de los precios de la energía, combinada con ligeros incrementos de los precios de los bienes no energéticos. El 25 de octubre de 2006, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en el 5,25% el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

De cara al futuro, se prevé que el ritmo de expansión de la economía estadounidense se mantenga por debajo de la tendencia en el futuro cercano. El impacto de la desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda, unido a una moderación de la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda, probablemente se dejará sentir sobre el gasto de consumo y la inversión residencial. Al mismo tiempo, el crecimiento sostenido de las rentas del trabajo, el descenso de los precios de la energía y los aumentos de la riqueza patrimonial podrían seguir respaldando el consumo. Si bien se prevé cierto debilitamiento en el cuarto trimestre, es probable que la inversión empresarial no residencial crezca de forma constante, dadas la saneada situación patrimonial de las empresas y su sólida rentabilidad.

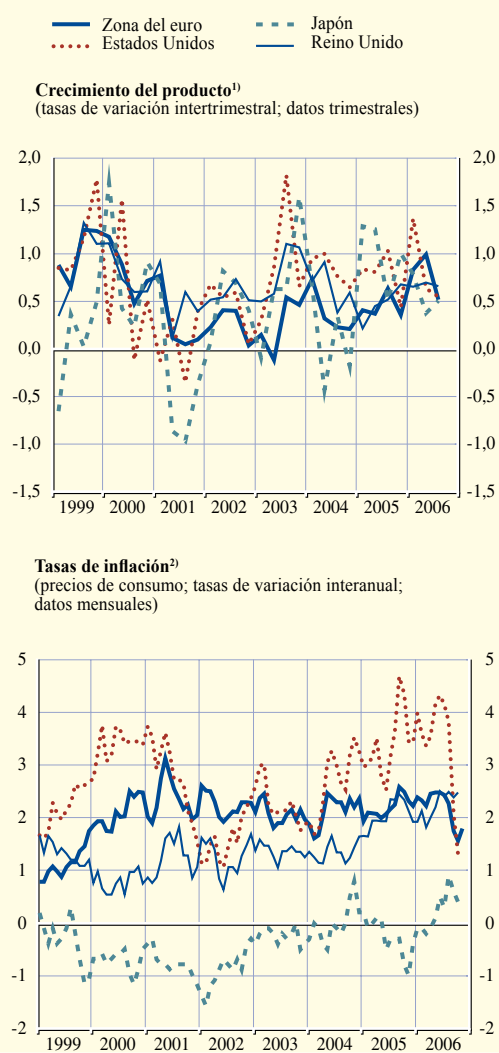
JAPÓN

En Japón, la actividad económica continúa recuperándose de forma sostenida, mientras que la inflación se ha reducido ligeramente. El producto crece impulsado por la solidez de las exportaciones y la firmeza de la demanda interna, esta última respaldada, en particular, por la fuerte inversión empresarial registrada en los últimos trimestres. En el tercer trimestre del 2006, según los datos preliminares publicados por la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,5%, frente al 0,4% del trimestre anterior. Pese a la reciente debilidad del consumo privado, la sólida contribución de la inversión privada no residencial y de la demanda exterior neta ha estimulado el crecimiento del PIB real.

En octubre del 2006, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 0,4% desde el 0,6% registrado en septiembre. La inflación medida por los precios industriales también se redujo hasta situarse en el 2,8% en octubre, frente al 3,5% observado el mes anterior. El descenso se debió, en particular, a la reciente caída de los precios del petróleo.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía japonesa siguen siendo favorables. Se prevé que continúe la expansión de la actividad económica, impulsada por la firme demanda interna y que se

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.

mantenga el dinamismo de las exportaciones en el contexto de unas condiciones de competitividad favorables.

REINO UNIDO

De conformidad con la segunda estimación, el PIB real creció un 0,7% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre del 2006, la misma tasa de crecimiento que en los tres trimestres anteriores. El crecimiento del PIB real en el tercer trimestre fue impulsado por la demanda interna, observándose una fuerte aceleración del crecimiento de la inversión en tasa intertrimestral, mientras que se desaceleró el crecimiento del consumo privado. El crecimiento de las exportaciones experimentó una considerable caída en comparación con el trimestre anterior, que sobrepasó la caída del crecimiento de las importaciones. No obstante, los datos de comercio exterior deben interpretarse con gran cautela, ya que esta evolución refleja, en parte, una reducción de los intercambios de bienes asociada con el fraude del IVA.

La inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,4% en octubre, sin variación con respecto al mes anterior. El crecimiento de los salarios medios siguió siendo bastante estable y moderado. El mercado de la vivienda ha seguido dando muestras de resistencia, observándose una intensa actividad, unas fuertes subidas de los precios de la propiedad y un sólido crecimiento de los préstamos hipotecarios. En la reunión celebrada los días 8 y 9 de noviembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió incrementar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5% y lo mantuvo en ese nivel en su reunión del 6 y el 7 de diciembre. En general, se espera que el ritmo de crecimiento se mantenga prácticamente estable en los próximos trimestres.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En el segundo trimestre del 2006, el crecimiento del producto siguió siendo sólido en la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los datos correspondientes al tercer trimestre disponibles para algunos países apuntan, en general, a una desaceleración de la actividad económica. Mientras que en casi todos los países la demanda interna fue el principal motor de crecimiento, en muchos de los Estados miembros que se incorporaron a la UE en el 2004, el crecimiento económico se ha apoyado en el sólido comportamiento de las exportaciones. En la mayoría de los países, la inflación medida por el IAPC se redujo en octubre, principalmente como consecuencia de un descenso en el componente energético, debido a un efecto de base y a la favorable evolución de los precios internacionales del petróleo.

En Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el 0,6% en el tercer trimestre del 2006, mientras que en Suecia bajó hasta el 1%. En ambos países, la actividad económica se ha visto respaldada por una demanda interna más bien sólida. En octubre, la tasa de inflación interanual, medida por el IAPC, descendió de nuevo hasta el 1,4% en Dinamarca, mientras que, en Suecia, se mantuvo estable en el 1,2%.

En las tres economías más grandes de Europa central (la República Checa, Hungría y Polonia), el crecimiento intertrimestral del producto siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre del 2006 (1,2%, 0,9% y 1%, respectivamente), aunque se moderó en comparación con el trimestre anterior. Los datos preliminares sugieren que el crecimiento del PIB real experimentó una nueva desaceleración en el tercer trimestre en Hungría. El factor determinante del crecimiento del producto fue la demanda interna en la República Checa y Polonia, y la demanda exterior neta en el caso de Hungría. La inflación interanual medida por el IAPC se redujo en octubre en comparación con el mes anterior en la República Checa y Polonia —hasta el 0,8% y el 1,1%, respectivamente— como consecuencia, fundamentalmente, de un descenso del componente energético. Por el contrario, repuntó significativamente hasta el 6,3% en Hungría, como resultado de las subidas de los precios administrados y de los incrementos de los impuestos directos e indirectos.

La actividad económica siguió siendo intensa en los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, especialmente en Eslovaquia y los Estados bálticos. La inflación experimentó una desaceleración en la mayoría de los países en octubre, como consecuencia, principalmente, de un descenso del componente energético, pero se mantuvo en niveles relativamente altos en los Estados bálticos. El 17 de noviembre, el Latvijas Banka decidió elevar su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 5%, en respuesta a la evolución macroeconómica en Letonia.

Por lo que respecta a los países europeos no pertenecientes a la UE, en Suiza el PIB real creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2006, frente al 0,7% registrado en el trimestre anterior. Aunque la inversión privada se redujo ligeramente, el gasto de los hogares siguió siendo sólido y la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva. No obstante, los datos recientes de las encuestas de opinión indican cierta moderación de la tasa de expansión a comienzos del cuarto trimestre. La inflación interanual fue del 0,5% en noviembre, lo que representa un ligero incremento con respecto al mes anterior.

En Rusia, la tasa de crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 7,4% en el segundo trimestre del 2006. El crecimiento de la producción industrial, de más del 5% en tasa interanual en octubre, y otros indicadores adelantados sugieren que la actividad económica siguió siendo pujante en el tercer trimestre. La inflación interanual se redujo hasta algo más del 9% en octubre, como consecuencia de una cierta apreciación nominal de la moneda.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, continúa la expansión de la actividad económica a un ritmo constante, tras la moderación registrada en varias de las grandes economías de la región en el tercer trimestre. Tanto la actividad interna como el comercio exterior han mantenido su dinamismo. En particular, el sector exterior ha seguido siendo, en general, un importante motor del crecimiento, a pesar de algunos indicios de debilitamiento de la demanda exterior que han afectado especialmente a Singapur y Taiwán. La inflación apenas experimentó variación en octubre con respecto al mes anterior.

En China, el crecimiento económico ha seguido siendo sólido últimamente, tras la desaceleración del crecimiento del PIB registrada en el tercer trimestre. Si bien los datos sobre inversión en activos fijos y producción industrial fueron algo menos favorables en octubre, el crecimiento de las ventas al por menor se incrementó nuevamente, hasta el 14,3% en tasa interanual, en octubre, de lo que se deduce que el consumo interno sigue aumentando a un ritmo continuo. Al mismo tiempo, el superávit comercial mensual continuó creciendo, alcanzándose una cifra acumulada en el año transcurrido hasta octubre de 134 mm de dólares estadounidenses, frente a los 80 mm de dólares registrados en el mismo período un año antes. El aumento de los superávits comerciales, unido a la entrada constante de flujos de inversión extranjera directa, se ha asociado a un nuevo incremento de las reservas oficiales. Como los préstamos bancarios y el dinero también siguen creciendo vigorosamente, el Banco Central de la República Popular China elevó sus exigencias de reservas sobre los depósitos en 50 puntos básicos, hasta el 9%, en noviembre, siendo ésta la tercera vez en el año que la institución recurre a una práctica similar. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas prácticamente no han experimentado variación, situándose la inflación interanual medida por el IPC en el 1,4% en octubre. En Corea, el crecimiento interanual del PIB real se redujo ligeramente hasta el 4,6% en el tercer trimestre, desde el 5,3% registrado en el trimestre anterior, como resultado de la moderación del crecimiento del consumo privado.

En conjunto, las perspectivas de las economías emergentes de Asia siguen siendo favorables, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna. El crecimiento sólido, aunque más moderado, de China probablemente impulsará las exportaciones y la actividad económica en la región. No obstante,

te, el exceso de capacidad en algunos sectores de la economía china constituye todavía un riesgo a la baja para estas perspectivas.

AMÉRICA LATINA

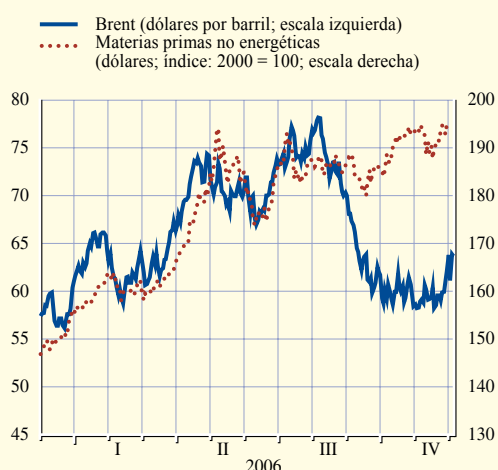
En la mayoría de los países de América Latina la actividad económica siguió siendo intensa en el tercer trimestre, debido a la solidez de la demanda interna y a la favorable evolución de los precios de las materias primas. En lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación varió muy poco en octubre en las grandes economías de la región. En México, el crecimiento interanual del PIB real se redujo hasta el 4,6% en el tercer trimestre, tras registrar una fuerte expansión de casi un 6% en el primer semestre del 2006. El principal factor determinante de este retroceso fue el comportamiento relativamente débil de los sectores manufactureros expuestos a la desaceleración de la demanda exterior de Estados Unidos. En Brasil, los indicadores de la actividad económica muestran una cierta recuperación en el tercer trimestre, con un crecimiento interanual del PIB real de un 3,2%. En Argentina, los indicadores disponibles apuntan a una aceleración de la actividad económica, impulsada por la solidez de la demanda interna y el crecimiento de las exportaciones en el tercer trimestre. La inflación interanual se elevó ligeramente por encima del 10% en octubre. De cara al futuro, las perspectivas económicas de la región siguen siendo favorables. El principal riesgo a la baja continúa estando en la posibilidad de que la desaceleración de la demanda exterior sea más acusada de lo previsto.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo mostraron cierta volatilidad a lo largo de octubre y noviembre, fluctuando el precio del barril de Brent entre 58 y 62 dólares estadounidenses. Esta volatilidad refleja toda una serie de factores contrapuestos. Por una parte, el anuncio de la OPEP de un recorte de la producción mayor de lo previsto, alrededor de 1,2 millones de barriles diarios, a partir de noviembre, y el descenso relativamente acusado de las existencias de productos en Estados Unidos, presionaron al alza sobre los precios. Por otro lado, los informes contradictorios sobre la capacidad de la OPEP para poner en práctica el anunciado recorte de la producción, junto con el efecto de moderación de la demanda de petróleo para la calefacción, como consecuencia de las temperaturas relativamente suaves registradas en América del Norte y Europa, aliviaron la presión sobre los precios del crudo. Más recientemente, las expectativas de un recorte adicional de la producción de la OPEP en diciembre y un nuevo descenso de las existencias de petróleo de Estados Unidos han hecho que los precios se mantengan por encima de 60 dólares el barril. El 6 de diciembre, el precio del barril de Brent se situaba en 63,7 dólares estadounidenses.

La solidez prevista de la demanda, en un entorno de limitada capacidad excedente, hace que los precios del petróleo se mantengan en niveles relativamente altos y, al mismo tiempo, exagera la sensibilidad ante perturbaciones imprevistas. Sobre la base de la información obtenida de los contratos de futuros, los participantes en los mercados esperan que los precios del petróleo aumenten en el transcurso del 2007.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron considerablemente en octubre y a principios de noviembre, dado que los fuertes incrementos de los precios de los alimentos (especialmente de los cereales) compensaron con creces el descenso de los precios de los metales no ferrosos. El índice agregado de los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) alcanzó un nuevo máximo histórico en noviembre, situándose, aproximadamente, un 34% por encima del nivel registrado un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. Aunque el deterioro general de los indicadores sintéticos adelantados desde marzo del 2006 sugiere que la actividad en el conjunto de los países de la OCDE podría moderarse en los próximos meses, el repunte parcial observado en septiembre podría significar que el alcance de la moderación sería limitado.

Los riesgos para las perspectivas mundiales siguen inclinándose ligeramente a la baja. Los riesgos provenientes del mercado de petróleo se han reducido en comparación con la situación de hace unos meses, aunque los precios siguen siendo elevados en un entorno de considerable volatilidad, y los contratos de futuros indican que las expectativas de los mercados apuntan a un nuevo incremento de los precios del crudo. También persisten los riesgos relacionados con una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales y con una intensificación de las presiones proteccionistas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

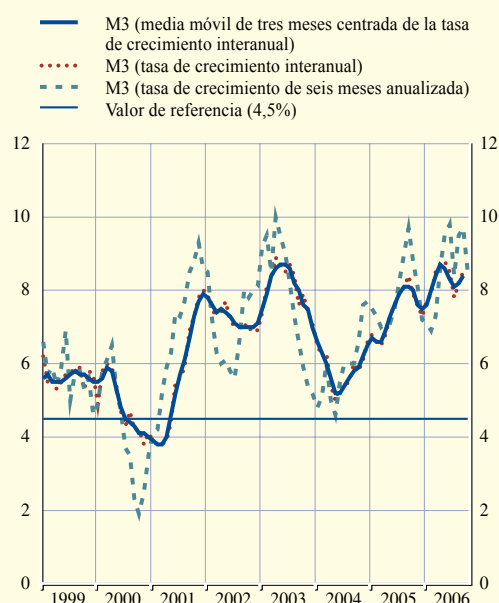
En el período comprendido entre julio y octubre del 2006, el crecimiento monetario y del crédito continuó siendo intenso, impulsado por el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro y la persistente fortaleza de la actividad económica. Al mismo tiempo, los últimos datos disponibles respaldan la opinión de que las recientes subidas de los tipos de interés oficiales del BCE están influyendo en la evolución monetaria. Concretamente, en los últimos meses parecen haberse producido nuevos desplazamientos desde los depósitos a la vista hacia componentes de M3 menos líquidos pero mejor remunerados. En general, el elevado crecimiento monetario y del crédito, en un contexto de abundancia de liquidez, sigue apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de las condiciones económicas.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En el tercer trimestre del 2006, el crecimiento interanual de M3 fue algo más reducido que en el trimestre anterior (el 8,1%, frente al 8,7%), aunque continuó siendo intenso (véase gráfico 4). Los datos trimestrales ocultan un fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual en el tercer trimestre, en el que el crecimiento interanual del agregado monetario amplio se incrementó hasta el 8,5% en septiembre, frente al 8,2% de agosto y el 7,8% de julio. En octubre, la tasa de crecimiento interanual se mantuvo sin cambios en el 8,5%. La solidez del crecimiento de M3 también es patente en su evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que ha fluctuado

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

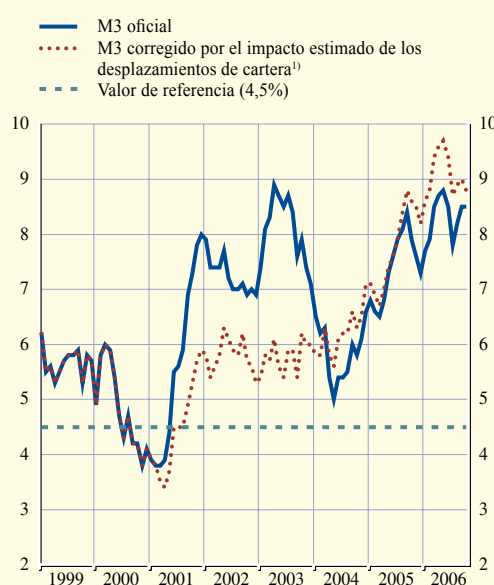
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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.

entre el 8,5% y el 9,7% en los meses transcurridos desde julio. En general, los datos más recientes apuntan a una fuerte expansión monetaria.

Los últimos datos monetarios también continúan respaldando la opinión de que la intensidad de la evolución monetaria tiene su origen en el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro y en el persistente y elevado crecimiento de la actividad económica, como se ha reflejado especialmente en el fuerte crecimiento de los préstamos. Al mismo tiempo, datos recientes confirman que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE registradas desde diciembre del 2005 están influyendo en la dinámica monetaria, aunque, por el momento, influyen sobre todo a través de los efectos de sustitución que se observan dentro de M3. En particular, los datos de octubre sugieren que se han producido nuevos desplazamientos desde los depósitos a la vista hacia instrumentos con una remuneración más elevada incluidos en otros depósitos a corto plazo.

Dado que no se han observado señales de una nueva reversión de anteriores desplazamientos de cartera, tras su reanudación temporal en el cuarto trimestre del 2005, tanto la serie de M3 oficial como la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera han seguido un patrón similar (véase el gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera continúa superando la de la serie de M3 oficial, pues ésta última todavía refleja el impacto a la baja de la reversión de anteriores desplazamientos de cartera en el cuarto trimestre del 2005. No obstante, cabe señalar que, debido a la incertidumbre a la que inevitablemente está sometida la estimación de la magnitud de los citados desplazamientos, esta medida corregida ha de interpretarse con cautela.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó moderándose en el tercer trimestre del 2006, aunque siguió contribuyendo de manera significativa a la expansión de M3 en su conjunto (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de M1 fue del 6,3% en octubre del 2006, frente al 7,6% y al 9,9% del tercer y segundo trimestres de este año, respectivamente (véase cuadro 1).

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Sep	2006 Oct
M1	47,3	10,9	10,3	9,9	7,6	7,2	6,3
Efectivo en circulación	7,5	14,8	13,4	11,9	11,3	11,0	11,4
Depósitos a la vista	39,8	10,2	9,8	9,5	7,0	6,5	5,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,4	5,9	6,8	8,4	9,5	9,9	10,8
Depósitos a plazo hasta dos años	17,7	6,5	9,7	15,2	19,8	21,5	24,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,7	5,3	4,6	3,7	2,4	1,8	1,4
M2	85,7	8,5	8,6	9,2	8,4	8,4	8,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	3,7	3,3	5,7	6,5	9,3	10,5
M3	100,0	7,8	7,8	8,7	8,1	8,5	8,5
Crédito a residentes en la zona del euro		7,9	8,7	9,5	9,2	9,4	9,0
Crédito a las Administraciones Públicas		2,6	2,4	0,9	-0,9	-1,5	-2,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,0	0,8	0,3	-0,6	-0,8	-0,1
Crédito al sector privado		9,4	10,4	11,7	11,9	12,2	12,0
Préstamos al sector privado		9,0	10,1	11,2	11,2	11,4	11,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,4	8,7	8,8	8,6	8,7	8,6

Fuente: BCE.

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

En cuanto a la evolución de los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se situó en el 11,4% en octubre, frente al 11,3% del tercer trimestre y el 11,9% del segundo trimestre del 2006. El crecimiento interanual de los depósitos a la vista descendió hasta el 5,3% en octubre, desde el 7% del tercer trimestre y el 9,5% del segundo.

El crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se ha fortalecido en los últimos meses, y en octubre se situó en el 10,8%, frente al 9,5% del tercer trimestre y al 8,4% del segundo trimestre. Esta evolución es atribuible, en particular, a los pronunciados aumentos registrados en los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), que crecieron un 24,1% en octubre, en términos interanuales, la tasa de crecimiento más elevada de este componente de M3 desde el comienzo de la serie, en 1998. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo en los últimos meses.

La evolución divergente de la dinámica de los depósitos a corto plazo incluidos en M3 puede explicarse, en gran medida, por la ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo (que ha aumentado, en general, de manera acorde con los tipos de interés del mercado monetario desde finales del 2005) y la de los depósitos a la vista (que, como es habitual, ha reaccionado moderadamente ante las subidas de los tipos de interés de mercado). La ampliación de este diferencial ha dado lugar a la sustitución de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, lo que se ha traducido en una reducción del crecimiento de M1, si bien apenas ha causado impacto sobre la evolución de M3 en su conjunto. El diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo y la de los depósitos de ahorro también se ha incrementado desde el cuarto trimestre del 2005.

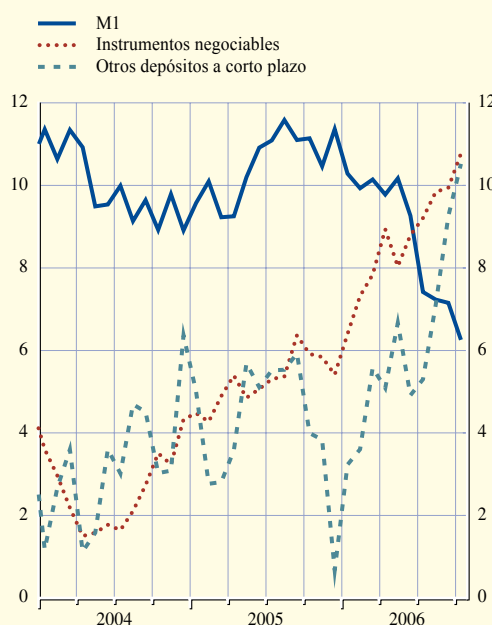
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta el 10,5% en octubre, desde el 6,5% del tercer trimestre y el 5,7% del segundo trimestre del 2006. No obstante, esto ocultó una evolución parcialmente divergente de sus componentes.

La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario —activos que, con frecuencia, mantienen los hogares y las empresas como refugio seguro frente a la volatilidad de los mercados financieros— se incrementó ligeramente, aunque se mantuvo moderada en comparación con los demás componentes de M3. En octubre del 2006, la tasa de crecimiento interanual fue del 2,2%, frente al 0,8% y al -0,5% del tercer y segundo trimestres, respectivamente.

Por el contrario, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años creció con intensidad en octubre, a una tasa del 55,2%, en términos interanuales, en comparación con el 36,4% y el 35,9% del tercer y segundo trimestres del 2006, respectivamente. Las elevadas tasas de crecimiento de este com-

Gráfico 6 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

ponente pueden estar vinculadas a las recientes subidas de los tipos de interés a corto plazo. Dado que los valores distintos de acciones a corto plazo se emiten, en su mayoría, a tipos de interés variable, es posible que los inversores se beneficien de las subidas de tipos que se produzcan antes del vencimiento del valor en cuestión. Además, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales, que a menudo muestra un patrón especialmente volátil en horizontes temporales de corto plazo, se elevó hasta el 8,6% en octubre, desde el 5,8% del tercer trimestre y el 6,7% del segundo trimestre del 2006.

En el tercer trimestre del 2006, el detalle por sectores del crecimiento monetario (que se basa en datos referentes a los depósitos a corto plazo y a las cesiones temporales, los componentes de M3 para los que se dispone de información por sectores) se caracterizó por un patrón ligeramente diferente al observado en el segundo trimestre. Mientras que la contribución de otros intermediarios financieros a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales se redujo en el tercer trimestre, la de los hogares y la de las sociedades no financieras han sido más estables, en general, y los hogares han continuado siendo los que más han contribuido a la tasa de crecimiento, que aún sigue siendo elevada. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales descendió en lo que respecta a otros intermediarios financieros (hasta el 13,7% desde el 17,3% de septiembre) y a las sociedades no financieras (hasta el 9,5% en octubre, desde el 10,7% del mes precedente). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de los hogares aumentó levemente, hasta el 5,9% en octubre, desde el 5,8% de septiembre.

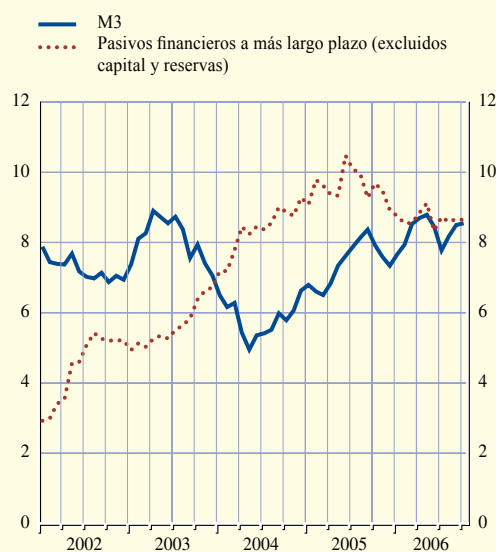
PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro fue del 9% en octubre, frente al 9,2% y el 9,5% del tercer y segundo trimestres de este año. Esta evolución ocultó un continuado descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas, mientras que la expansión del crédito al sector privado se ha fortalecido en los últimos trimestres (véase cuadro 1).

Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector Administraciones Públicas se redujo hasta el -2,4% en octubre, desde el -0,9% del tercer trimestre y el 0,9% del segundo, reflejando, en particular, un descenso sostenido en la adquisición de valores emitidos por el citado sector. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado aumentó hasta el 12% en octubre, desde el 11,9% y el 11,7% del tercer y segundo trimestres del 2006, respectivamente, como consecuencia, entre otras cosas, del intenso crecimiento de la adquisición de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado. Los préstamos de las IFM continuaron siendo los que más contribuyeron al intenso crecimiento del crédito al sector privado, con una tasa interanual del 11,2% en octubre (la misma que se registró, en promedio, en el tercer y segundo trimestres). Aunque el

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.

crecimiento de los préstamos a la sociedades no financieras mantuvo la tendencia al alza en los últimos meses, la tasa de crecimiento interanual del crédito a los hogares siguió moderándose, si bien continuó en tasas elevadas (véanse las secciones 2.6 y 2.7 para ver la evolución por sectores de los préstamos al sector privado).

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 mantenido su solidez en los últimos meses (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se situó en el 8,6% en octubre, sin variaciones con respecto al tercer trimestre y ligeramente inferior a la del segundo. Así, pues, su impacto moderador sobre el crecimiento interanual de M3 ha sido prácticamente estable en los últimos meses.

Los flujos interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM ascendieron a 47 mm de euros en octubre, frente a los 25 mm de euros en septiembre, lo que conlleva un ligero impacto al alza sobre el crecimiento interanual de M3, aunque, en general, la posición se mantuvo próxima al equilibrio (véase gráfico 8).

En conclusión, el crecimiento monetario y del crédito ha continuado siendo intenso, impulsado, principalmente, por el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro y por el fortalecimiento de la actividad económica. El crédito siguió siendo el que más contribuyó al fuerte crecimiento de M3, mientras que la elevada demanda de pasivos financieros a más largo plazo tuvo un efecto moderador. Los débiles flujos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM durante los últimos meses supusieron una reducida contribución al crecimiento interanual de M3.

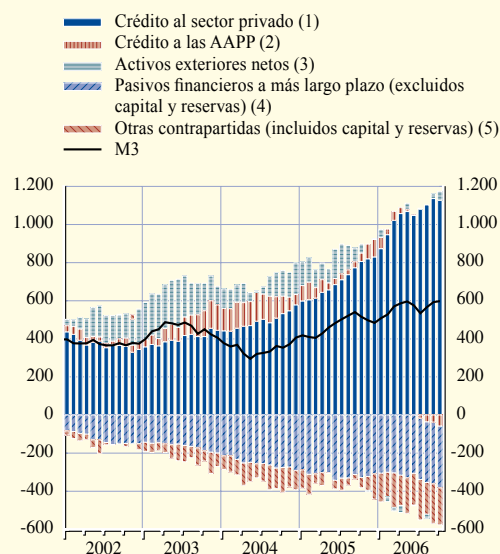
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ EN LA ZONA DEL EURO

La evolución más reciente de M3 ha dado lugar a un nuevo aumento de la liquidez en el tercer trimestre del 2006, como indican las medidas de la brecha monetaria disponibles, que han vuelto a situarse en los niveles más elevados observados desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Sin embargo, en octubre, tanto la brecha monetaria nominal construida a partir de la serie de M3 oficial como la calculada a partir de la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera se estabilizaron. Dado que no se observaron señales de una nueva reversión de anteriores desplazamientos de cartera, tras su reanudación temporal en el cuarto trimestre del año pasado, las dos medidas de la brecha monetaria siguieron mostrando una evolución paralela en el pasado reciente. Las dos brechas se mantuvieron en niveles muy diferentes, situándose la construida a partir de la serie de M3 corregido en un nivel considerablemente inferior (véase gráfico 9).

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por unos precios más altos, reflejando desviaciones al alza de la inflación con respecto a la definición de esta-

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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

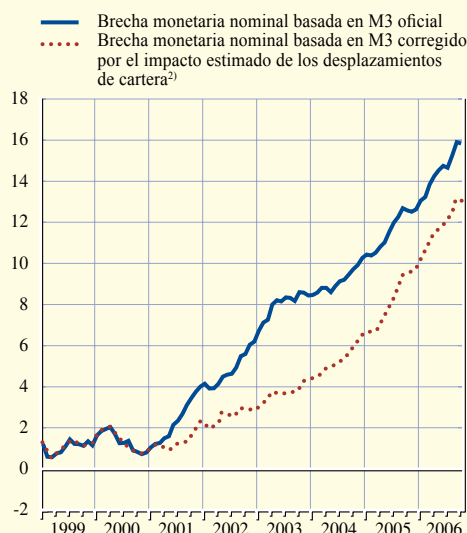


Fuente: BCE.

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)



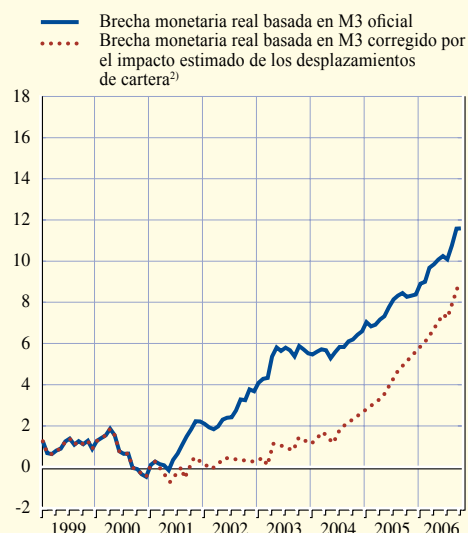
Fuente: BCE.

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.

bilidad de precios del BCE. Por consiguiente, las brechas monetarias reales construidas a partir de la serie de M3 oficial y de la de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera son inferiores a las medidas respectivas de la brecha monetaria nominal (véanse gráficos 9 y 10).

No obstante, estas simples medidas sólo son estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. En particular, los niveles de estas medidas están sujetos a una considerable incertidumbre que refleja, por ejemplo, que la elección del período base es, hasta cierto punto, arbitraria, por lo que han de considerarse con cautela. Esta incertidumbre queda bien ilustrada en la amplia gama de estimaciones obtenidas de las cuatro medidas consideradas anteriormente.

Sin embargo, aunque las estimaciones individuales son inciertas, el panorama general que presentan estas medidas apunta a una situación de abundancia de liquidez en la zona del euro. Un marcado crecimiento monetario y del crédito en un contexto de liquidez ya abundante conlleva riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la situación económica.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el segundo trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero descendió ligeramente. Los datos sobre inversores institucionales relativos a la primera

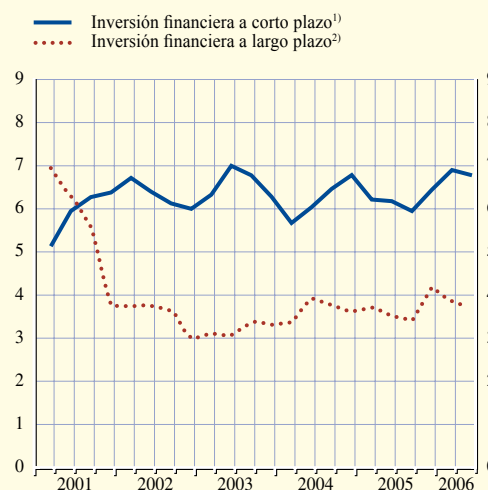
mitad del 2006 sugieren que los flujos de entrada en los fondos de inversión tienen su origen, en gran parte, en la inversión indirecta de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, más que en la inversión directa por parte del sector privado no financiero.

SECTOR NO FINANCIERO

En el segundo trimestre del 2006 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas financieras trimestrales), la tasa de crecimiento interanual de la inversión total del sector no financiero de la zona del euro registró un ligero descenso, hasta el 4,9%, desde el 5% del trimestre precedente (véase cuadro 2), como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo, mientras que la correspondiente a la inversión financiera a largo plazo no se modificó. Al mismo tiempo, la inversión financiera a corto plazo continuó aumentando a un ritmo mucho más rápido que la inversión financiera a largo plazo (véase gráfico 11).

Gráfico 11 Inversión financiera del sector no financiero

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Incluye el efectivo, los depósitos a corto plazo, los valores distintos de acciones a corto plazo, las participaciones en fondos del mercado monetario, las reservas para primas y las reservas para siniestros.

2) Incluye los depósitos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo, las acciones cotizadas, las participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, y la participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones.

Cuadro 2 Inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II
Inversión financiera	100	4,3	4,8	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4	5,0	5,0	4,9
Efectivo y depósitos	37	5,2	5,3	5,8	5,9	5,7	5,8	5,4	6,0	6,2	6,0
Valores distintos de acciones	11	-2,3	1,4	2,2	4,1	3,9	3,5	2,6	2,5	5,0	5,4
De los cuales: a corto plazo	1	-1,3	24,7	29,4	35,6	15,8	8,2	5,7	-3,4	13,8	11,8
De los cuales: a largo plazo	10	-2,4	-0,6	-0,3	1,0	2,6	3,0	2,2	3,3	3,8	4,6
Participaciones en fondos de inversión	12	5,2	3,3	2,3	1,7	1,8	2,4	3,6	4,1	3,1	2,0
De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9	5,8	3,7	2,9	2,5	3,2	3,9	5,2	5,2	4,0	2,7
De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	2	3,0	1,6	0,1	-1,6	-3,3	-3,4	-1,9	-0,1	-0,4	-0,8
Acciones cotizadas	15	1,9	3,8	3,0	1,2	1,1	-0,9	-1,7	1,0	-1,2	-0,1
Reservas técnicas de seguro	25	6,9	6,8	6,7	6,9	6,8	7,0	7,2	7,3	7,5	7,2
M3 ²⁾		6,3	5,4	6,0	6,6	6,5	7,6	8,4	7,3	8,5	8,5
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		8,7	4,2	3,5	2,4	2,8	4,4	8,0	6,9	9,8	5,7

Fuente: BCE.

Nota: Véase también la sección 3.1, en «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual.

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

2) 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, el sector no financiero y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a largo plazo se mantuviera en el 3,8% en el primer y segundo trimestres del 2006 oculta una evolución divergente de los instrumentos que la componen. El menor crecimiento de la inversión en participaciones en fondos de inversión (excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario) y en productos de seguros y pensiones (como se reflejó en las reservas técnicas de seguro) se vio compensado por la mayor expansión de la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo y por la desaceleración de la tasa de descenso de la adquisición de acciones cotizadas. La leve disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo, hasta el 6,8% en el segundo trimestre del 2006, desde el 6,9% del trimestre anterior, se debe a un crecimiento ligeramente inferior de las tenencias de efectivo.

En general, los depósitos a corto plazo y los productos de seguro y pensiones, dos categorías que suelen estar en lados opuestos del horizonte de inversión, continuaron siendo los principales determinantes de la inversión financiera del sector no financiero, con una contribución de 3,9 puntos porcentuales al incremento interanual del 4,9% registrado en el segundo trimestre del 2006 (véase el recuadro 1, en el que se analizan los activos de los hogares invertidos en empresas de seguro y fondos de pensiones).

Recuadro 1

INVERSIÓN DE LOS HOGARES EN EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

Los hogares suelen invertir su riqueza en vivienda y/o activos financieros¹. A su vez, dependiendo de la estructura del sistema de pensiones (es decir, de la importancia relativa del sistema público de pensiones frente a los sistemas privados), una parte considerable de la riqueza financiera de los hogares puede invertirse en empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP). El estudio de esta modalidad de inversión es importante para los análisis monetario y económico. Por ejemplo, dado que la demanda de dinero de los hogares difiere de la de los inversores institucionales, las variaciones de la inversión de los hogares en ESFP afectan a la evolución monetaria². En líneas generales, el crecimiento de los saldos monetarios mantenidos por los hogares resulta más lento y menos volátil que el de los inversores institucionales. Asimismo, la variación de la riqueza de los hogares materializada en productos de seguro y pensiones, en lugar de en otros activos, podría introducir modificaciones en el mecanismo de transmisión monetaria. En este contexto, el presente recuadro examina la inversión de los hogares en ESFP durante el período comprendido entre 1995 y 2005.

¿Qué importancia tienen los productos de seguro y pensiones en las carteras financieras de los hogares?

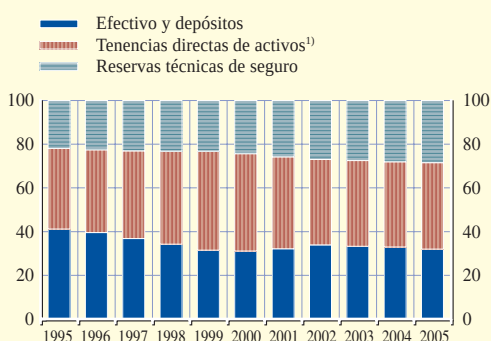
En las cuentas financieras de la Unión Monetaria, la inversión del sector hogares en empresas de seguros y fondos de pensiones queda recogida en la rúbrica denominada «reservas técnicas de seguro», que engloba el patrimonio neto de los hogares materializado en reservas de seguros de vida y de fondos de pensiones —representativos de los derechos de cobro generalmente a largo plazo derivados de pólizas de seguros de vida y pensiones—, así como el desembolso por anticipado de primas de seguro y las reservas frente a posibles indemnizaciones —que básicamente incluyen los derechos de cobro a corto plazo que podrían derivarse de cualquier modalidad de contrato de seguro o de pensión—. El gráfico A ilustra que, en promedio, durante el período comprendido entre 1995 y 2005,

1 Véase también el recuadro titulado «Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro» en este Boletín Mensual del BCE. En el presente recuadro, el sector hogares hace referencia a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2 Véase también el recuadro titulado «La labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y su impacto en la evolución monetaria» en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2005.

Gráfico A Composición de la riqueza financiera de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la riqueza financiera total de los hogares)

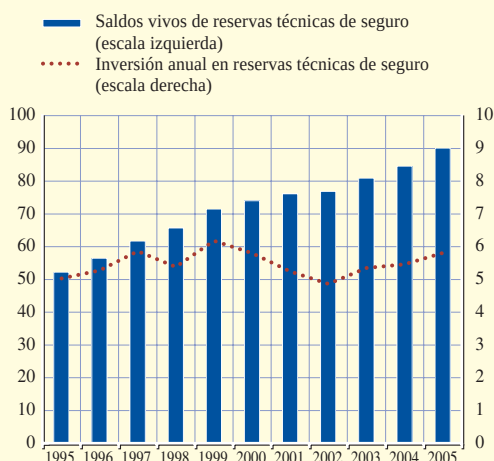


Fuente: BCE.

1) Las tenencias directas de activos incluyen las tenencias de préstamos, valores y otras cuentas pendientes de cobro mantenidas directamente por el sector hogares.

Gráfico B Inversión de los hogares en empresas de seguros y fondos de pensiones

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuente: BCE.

las reservas técnicas de seguro representaron en torno a un 25% de los activos financieros de los hogares. Asimismo, el gráfico muestra que la participación de esta rúbrica en la riqueza financiera total ha experimentado un crecimiento continuo en el período analizado, desde el 21% registrado en 1995 al 28% contabilizado en 2005.

El gráfico B ilustra el sustancial aumento del volumen de riqueza invertido por los hogares en productos de seguro y pensiones durante los diez últimos años, hasta el 90% de su renta disponible en 2005. En comparación, la riqueza materializada en efectivo y depósitos ha permanecido básicamente estable en porcentaje de la renta disponible. Sin embargo, las cifras de riqueza reflejan el efecto acumulado de las inversiones y de los incrementos de valor de los activos³, por lo que la decisión de invertir en productos de seguro y pensiones se aprecia mejor en términos de las transacciones realizadas. Durante la última década, el volumen de transacciones de inversión en reservas técnicas de seguro ascendió, en promedio, a un 5,5% de la renta disponible de los hogares (véase gráfico B), representando algo más de un tercio de su tasa de ahorro agregada

¿Cómo se explica la evolución de los productos de seguro y pensiones en los últimos años?

Pueden avanzarse dos amplios grupos de factores explicativos de la proporción significativa que los productos de seguro y pensiones representan en las inversiones financieras de los hogares. En primer lugar, desde una perspectiva cíclica, la estabilidad relativa de los flujos de inversión en reservas técnicas de seguro, particularmente en comparación con otras modalidades de inversión financiera al alcance de los hogares, como acciones y participaciones o valores distintos de acciones, sugiere que la combinación de riesgo y rentabilidad ofrecida por los productos ESFP ha resultado atractiva, en promedio, en un período caracterizado por un pronunciado ciclo de auge y recesión en los mercados bursátiles.

3 Los incrementos de valor de los activos no dan lugar a un aumento de las reservas técnicas de seguro en los sistemas de prestación definida, pero sí en los sistemas de aportación definida.

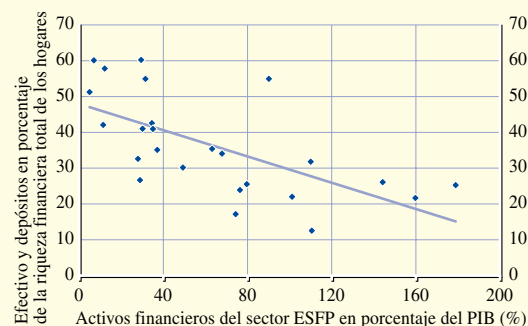
En segundo lugar, desde una perspectiva de largo plazo o estructural, la demanda de inversión en ESFP ha crecido estimulada por el creciente grado de concienciación de los hogares respecto de los desafíos derivados del envejecimiento de la población y de la necesidad de asegurarse unas adecuadas prestaciones para la jubilación⁴. Las recientes reformas introducidas en los sistemas de pensiones públicas obligatorias, que han reducido por lo general la generosidad del sistema y vinculado el nivel de prestaciones a la esperanza de vida⁵, han venido a corroborar la citada evolución. Asimismo, y en parte relacionados con estas reformas, los incentivos fiscales y el mayor énfasis en los planes privados de pensiones han inducido una mayor propensión de los hogares a adquirir productos de las ESFP. En líneas generales, parece probable la persistencia del panorama esbozado en el gráfico A, es decir, una creciente participación de las reservas técnicas de seguro en la riqueza financiera de los hogares, junto con una decreciente proporción del efectivo y los depósitos.

El gráfico C presenta cierta evidencia que avalaría esta presunción. A partir de una muestra de 25 de los 30 países que componen la OCDE, se observa que un mayor tamaño relativo del sector ESFP con respecto al PIB guarda, por lo general, relación con una menor participación del efectivo y los depósitos en la riqueza financiera de los hogares, lo que sugiere que la proporción de la riqueza financiera materializada en efectivo y depósitos es más reducida en los sistemas financieros más desarrollados. La ubicación de un país en este diagrama de puntos refleja asimismo una serie de factores como la estructura demográfica del país, la madurez del sector de fondos de pensiones y la situación de las finanzas públicas.

En general, la labor de intermediación del sector ESFP —según refleja la evolución de las reservas técnicas de seguro— ha cobrado importancia en los últimos años y cabe esperar que siga haciéndolo en el futuro conforme aumente el grado de concienciación de los hogares respecto de la necesidad de contar con planes privados de pensiones. La comprensión de estas relaciones y de sus repercusiones sobre el análisis económico y monetario depende, evidentemente, de la provisión puntual y detallada de datos sobre las transacciones y los balances de situación del sector ESFP.

Gráfico C Tenencias de efectivo y depósitos de los hogares en relación con el tamaño del sector ESFP

(medias anuales en el periodo 2001-2004)



Fuentes: BCE, Eurostat, OCDE, bancos centrales nacionales e institutos nacionales de estadística.

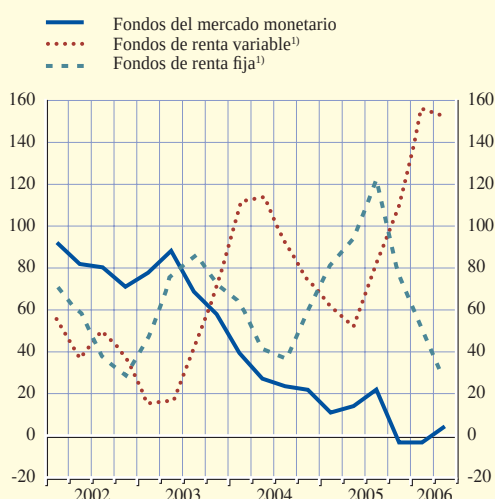
Nota: La muestra consta de 25 países de la OCDE.

4 Véase también el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: proyecciones y consecuencias» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

5 P. Whiteford y E. Whitehouse (2006), «Pension challenges and pension reforms in OECD countries», *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No 1.

Gráfico 12 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)

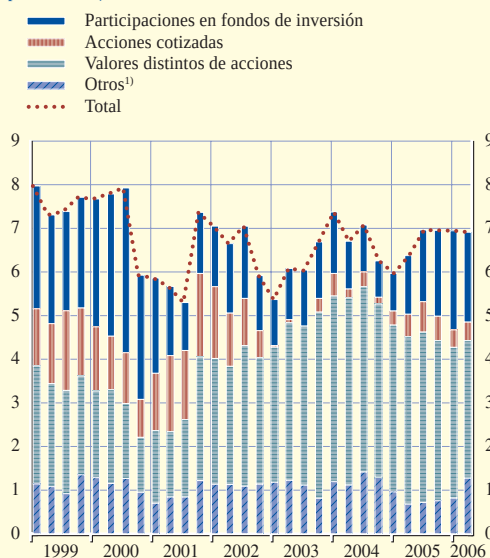


Fuentes: BCE y EFAMA.

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

Gráfico 13 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, depósitos y reservas técnicas de seguro.

INVERSORES INSTITUCIONALES

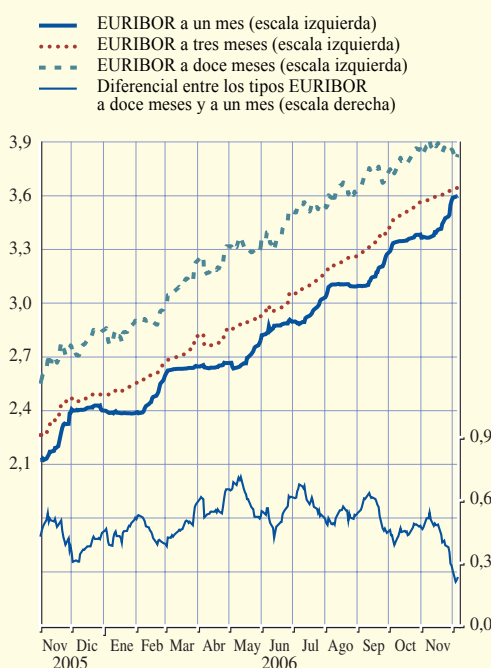
La tasa de crecimiento interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro se redujo hasta el 19,1% en el segundo trimestre del 2006, desde el 28,1% del trimestre precedente. Estos cambios en el valor de los activos totales incluyen los efectos de valoración causados por variaciones en el precio de los activos y, por consiguiente, es posible que no ofrezcan una imagen completa del comportamiento de los inversores institucionales. A este respecto, los datos facilitados por EFAMA¹ muestran que las ventas netas interanuales de los fondos de renta fija volvieron a descender en el segundo trimestre del 2006 en comparación con el trimestre anterior, mientras que las entradas netas interanuales en fondos de renta variable prácticamente no se modificaron (véase gráfico 12). Sin embargo, debido a los crecientes flujos de entrada en los fondos mixtos, el total de ventas netas interanuales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) se han incrementado de nuevo. Al mismo tiempo, los flujos netos interanuales hacia fondos del mercado monetario pasaron a ser ligeramente positivos.

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 no se modificó en el segundo trimestre del 2006, situándose en el 6,9% (véase gráfico 13). La mayor contribución de los depósitos y de los préstamos resultó compensada por la menor aportación de la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión. No obstante, a pesar de que la tasa de crecimiento interanual de la inversión en las citadas participaciones registró un ligero descenso, continuó en un nivel elevado si se compara con años anteriores. La tasa de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas apenas experimentó variaciones.

1 La Federación europea de fondos y sociedades de inversión (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o entradas netas) de los fondos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, 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.

Gráfico 14 Tipos de interés del mercado monetario

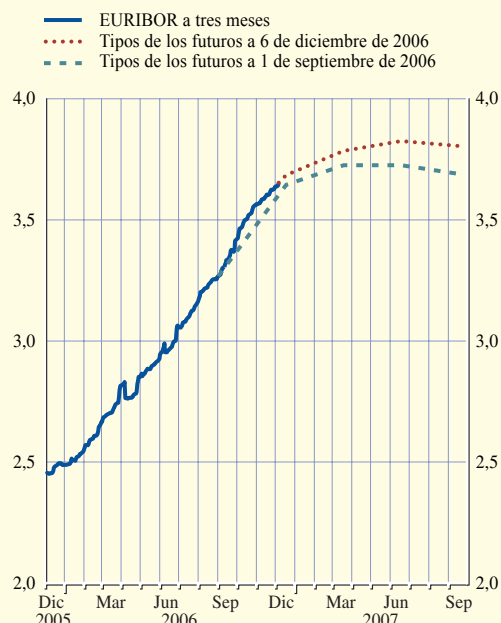
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 15 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 general, los datos más recientes confirman el patrón de la inversión financiera que comenzó en el primer trimestre del 2006: el sector no financiero continuó con fuertes inversiones en productos de seguro y de pensiones, mientras que las empresas de seguro y los fondos de pensiones han seguido invirtiendo una proporción mucho más elevada de estos fondos en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) que en años anteriores.

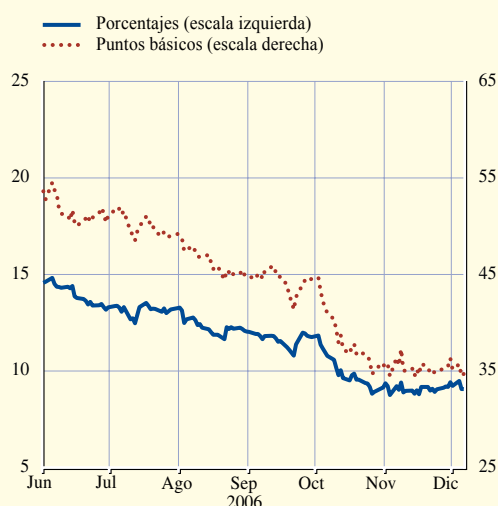
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre septiembre y principios de diciembre del 2006, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron a todos los plazos, en un contexto de crecientes expectativas del mercado de nuevas subidas de los tipos de interés oficiales del BCE, especialmente a finales de este año. En ese mismo período, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó, registrando su nivel más bajo en el 2006.

Los tipos de interés del mercado monetario han aumentado considerablemente desde principios de septiembre. En noviembre del 2006, los tipos de interés a doce meses se mantuvieron estables, en general, mientras que los tipos a un mes y a tres meses continuaron incrementándose, como consecuencia de las expectativas del mercado de una subida de los tipos de interés oficiales del BCE a finales del año. El 6 de diciembre, los tipos a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 3,60%, el 3,65%, el 3,74% y el 3,83%, respectivamente, esto es 50, 39, 28 y 20 puntos básicos por encima de los niveles observados el 1 de septiembre del 2006. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario

Gráfico 16 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio del 2007

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

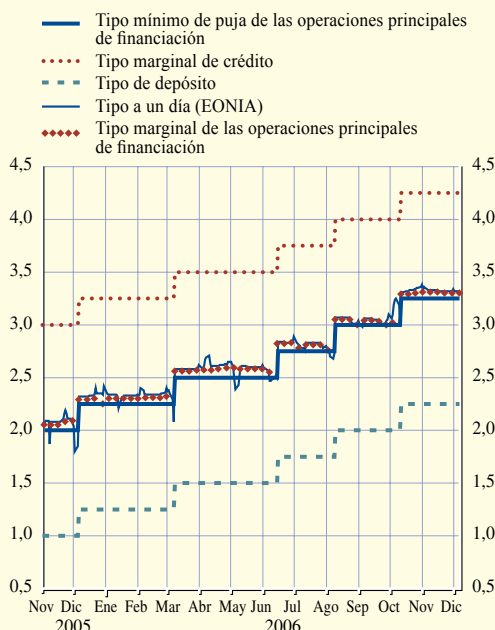


Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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 17 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

se aplanó de forma acusada en septiembre y, tras aumentar ligeramente en octubre, volvió a aplanarse en noviembre, llegando con ello al nivel más bajo observado este año (véase gráfico 14).

Desde principios de septiembre del 2006, los participantes en el mercado también han ajustado ligeramente al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés a corto plazo en el 2007. Estos cambios en las expectativas quedan reflejados en los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2007, que el 6 de diciembre del 2006 se situaban en el 3,79%, el 3,82% y el 3,81%, respectivamente, es decir, 6, 10 y 11 puntos básicos por encima de los respectivos niveles el 1 de septiembre del 2006 (véase gráfico 15).

En los tres últimos meses, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre los futuros del EURIBOR a tres meses continuó disminuyendo, hasta registrar nuevos mínimos históricos en noviembre. Esta trayectoria sugiere que la incertidumbre entre los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución esperada de los tipos de interés a corto plazo a finales del 2006 y a comienzos del 2007 sigue siendo muy reducida (véase gráfico 16).

El 5 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió subir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE. Tras esta decisión, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentaron. En los períodos de mantenimiento que finalizaron el 5 de septiembre y el 10 de octubre, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se redujo considerablemente, como consecuencia de las adjudicaciones de liquidez realizadas por encima de la adjudicación de referencia publicada en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. En este contexto, el volumen de liquidez adjudicado por encima de dicha adjudicación se redujo a cero en varias etapas. En el período de mantenimiento que finalizó el 7 de noviembre, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja aumentó

gradualmente. Para compensar este aumento, el Eurosistema ha adjudicado 1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia publicada desde la última operación principal de financiación de ese período de mantenimiento. En el recuadro 2 se describe con más detalle la evolución del EONIA en estos tres periodos de mantenimiento. En las cuatro primeras semanas del período de mantenimiento que comenzó el 8 de noviembre, el EONIA se mantuvo estable, en el 3,32%-3,33%, es decir, 7-8 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja (véase gráfico 17).

El diferencial entre el tipo de interés marginal en las subastas semanales de las operaciones principales de financiación y el tipo mínimo de puja se redujo de 5 a 0 puntos básicos en los períodos de mantenimiento que finalizaron el 5 de septiembre y el 10 de octubre, antes de volver a aumentar a 6 puntos básicos en el período de mantenimiento que terminó el 7 de noviembre.

En las tres operaciones de financiación a plazo más largo que se liquidaron el 28 de septiembre, el 26 de octubre y el 30 de noviembre, el tipo de interés marginal se situó 11, 7 y 6 puntos básicos, respectivamente, por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esas fechas.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 9 DE AGOSTO Y EL 7 DE NOVIEMBRE DE 2006

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 5 de septiembre, el 10 de octubre y el 7 de noviembre de 2006.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

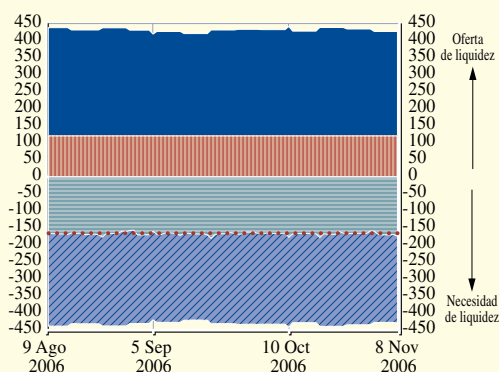
Durante el período analizado, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito prácticamente no experimentaron variación (véase gráfico A), registrándose tan sólo un aumento de 3 mm de euros, como resultado, a partes iguales, del incremento de los factores autónomos y de un mayor nivel de las exigencias de reservas. Los billetes en circulación, que representan el factor autónomo más importante (de absorción de liquidez) alcanzaron un máximo histórico de 597 mm de euros el 3 de noviembre.

La contribución de los factores autónomos al déficit de liquidez del Eurosistema fue de 264,5 mm de euros, en promedio, durante el período de referencia, en tanto que la contribución de las exigencias de reservas —el otro motivo principal por el que las entidades de crédito necesitan liquidez— ascendió a 166,1 mm de euros. En promedio, la contribución media diaria del exceso de reservas (es decir, la media diaria de los

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)

- Operaciones principales de financiación: 311,30 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 120,0 mm de euros
- Saldos en cuentas corrientes: 166,81 mm de euros
- Nivel de reservas mínimas (reservas mínimas: 166,13 mm de euros; exceso de reservas: 0,68 mm de euros)
- Factores autónomos: 264,46 mm de euros



Fuente: BCE.

saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) al déficit de liquidez del Eurosistema fue de 0,68 mm de euros. El exceso de reservas ascendió, en promedio, a 0,60 mm de euros y 0,67 mm de euros en los periodos de mantenimiento de reservas que finalizaron los días 5 de septiembre y 10 de octubre, respectivamente, y se incrementó hasta 0,79 mm de euros en el periodo de mantenimiento que finalizó el 7 de noviembre (véase gráfico B).

Oferta de liquidez y tipos de interés

Al tiempo que se produjo el incremento de la demanda de liquidez, el volumen de operaciones de mercado abierto se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico A). En promedio, la liquidez proporcionada a través de operaciones principales de financiación (OPF) ascendió a 311,3 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 1,00 y 1,24, situándose la media del periodo en 1,15.

La liquidez proporcionada a través de operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) se mantuvo constante en 120 mm de euros en el periodo analizado.

Período de mantenimiento que finalizó el 5 de septiembre

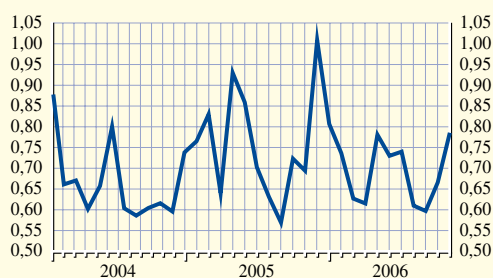
El 3 de agosto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar el tipo mínimo de puja y los tipos de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito en 25 puntos básicos, hasta el 3%, el 2% y el 4%, respectivamente. El aumento se hizo efectivo el 9 de agosto, es decir, al comienzo del periodo de mantenimiento siguiente.

Durante todo el periodo de mantenimiento de reservas, el BCE mantuvo la política de adjudicaciones aplicada en los tres periodos de mantenimiento anteriores, proporcionando, en todas las OPF, 2 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia (es decir, la cantidad necesaria para equilibrar la demanda y la oferta de liquidez).

En la primera mitad del periodo, el tipo marginal y el tipo medio ponderado de las OPF se situaron, respectivamente, en el 3,05% y el 3,06%, y el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) se situó en el 3,07%, es decir, 7 puntos básicos por encima el tipo mínimo de puja. Mientras que los dos tipos de interés de subasta no experimentaron variación en la tercera semana, el EONIA comenzó a descender hasta el 3,01%. En consecuencia, en la subasta siguiente también se redujeron el tipo marginal y el tipo medio ponderado de las OPF, hasta el 3% y el 3,02%, respectivamente. El EONIA se mantuvo próximo al tipo mínimo de puja en la última semana del periodo de mantenimiento de reservas. El último día del periodo, el BCE absorbió un exceso de liquidez previsto de 11,5 mm de euros a través de una operación de ajuste. El periodo finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 0,6 mm de euros y con el EONIA en el 3,04%.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

Período de mantenimiento que finalizó el 10 de octubre

El 5 de septiembre, el BCE anunció que, en vista de los avances logrados para contrarrestar el elevado diferencial entre los tipos de mercado y los tipos de subasta, por un lado, y el tipo mínimo de puja, por otro lado, con la práctica de adjudicar 2 mm de euros por encima del importe de referencia en todas las OPF, esa adjudicación suplementaria se reduciría a 1 mm de euros.

En las tres primeras semanas del período de mantenimiento, los tipos marginal y medio ponderado de las OPF se redujeron en un punto básico, hasta el 3,03% y el 3,04%, respectivamente. No obstante, el EONIA experimentó una caída más acusada, reduciéndose desde el 3,06% observado al principio del período hasta el 3,01% al final de la tercera semana. Por consiguiente, el 26 de septiembre el BCE anunció que, en vista de los avances logrados para contrarrestar el diferencial entre los tipos de mercado y los tipos de subasta, por un lado, y el tipo mínimo de puja, por otro lado, adjudicaría el importe de referencia. El BCE mencionó también que, las decisiones respecto a futuras adjudicaciones, se basarían en un estrecho seguimiento de la evolución de los diferenciales.

El tipo marginal y el tipo medio ponderado de las OPF se redujeron hasta el 3% y el 3,03%, respectivamente, en la penúltima subasta del período de mantenimiento, para incrementarse hasta el 3,02% y el 3,04% en la última OPF. El EONIA se elevó al 3,10% en la penúltima semana y aumentó hasta el 3,25% en la última semana del período de mantenimiento de reservas.

El último día del período de mantenimiento, el BCE inyectó liquidez, por importe de 9,5 mm de euros, a través de una operación de ajuste. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 0,2 mm de euros y con el EONIA en el 3,09%, es decir, 9 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja.

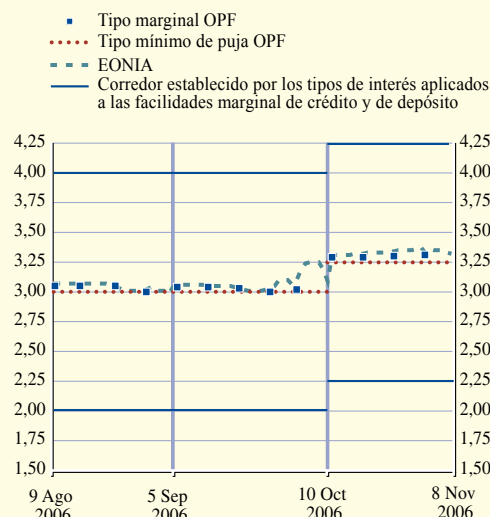
Período de mantenimiento que finalizó el 7 de noviembre

El 5 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los tipos de interés oficiales en otros 25 puntos básicos. El aumento se hizo efectivo el 11 de octubre, es decir, al comienzo del período de mantenimiento siguiente. Durante las tres primeras semanas del período, el BCE adjudicó el importe de referencia.

En las dos primeras semanas del período de mantenimiento, los tipos de interés de subasta marginal y medio ponderado se mantuvieron estables en el 3,29% y el 3,30%. El EONIA se elevó desde el 3,31% observado al principio del período hasta el 3,34% el 25 de octubre. Los tipos de interés de subasta se incrementaron en un punto básico en la penúltima OPF, mientras que el EONIA aumentó de nuevo

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

hasta el 3,38% el 31 de octubre, situándose así 13 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja, aunque esta evolución fue consecuencia, en parte, del habitual efecto de fin de mes. Por consiguiente, el BCE adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia en la última OPF del período de mantenimiento. El EONIA se redujo gradualmente durante la última semana, hasta situarse en el 3,33% el 6 de noviembre, penúltimo día del período. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 2 mm de euros y con el EONIA en el 3,32%.

En conjunto, el diferencial medio entre el EONIA y el tipo mínimo de puja del BCE se incrementó en 4 puntos básicos en el período de mantenimiento que finalizó el 5 de septiembre, hasta situarse en 8 puntos básicos en los dos períodos de mantenimiento siguientes.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

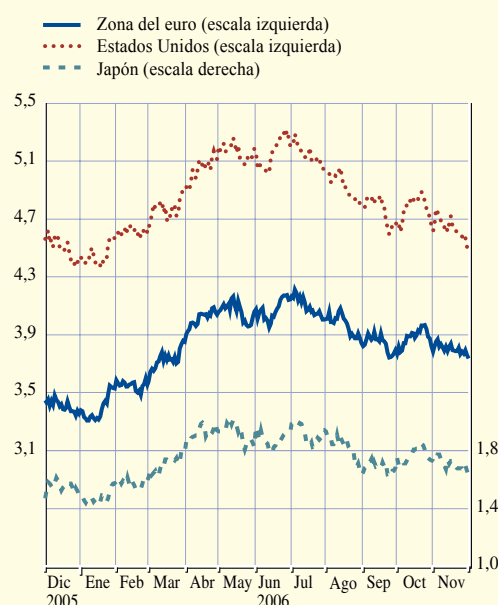
En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos. En general, este descenso fue leve en la zona del euro entre finales de agosto y principios de diciembre, mientras que en Estados Unidos el retroceso fue más pronunciado, hasta los niveles más bajos registrados desde el comienzo del año. En la zona del euro, las tasas de inflación implícitas a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo apenas experimentaron cambios, pero se redujeron sensiblemente en Estados Unidos.

Aunque los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos siguieron mostrando una evolución paralela en los tres últimos meses, se observó un ligero estrechamiento del diferencial de rendimientos de la deuda pública a largo plazo entre ambas áreas económicas (véase gráfico 18). En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años en la zona del euro cayó unos 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 6 de diciembre, fecha en la que se situó en torno al 3,8%. Al mismo tiempo, el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos disminuyó alrededor de 25 puntos básicos y finalizó el período de referencia en el 4,5%, aproximadamente. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública en la zona del euro y en Estados Unidos se redujo a unos 75 puntos básicos el 6 de diciembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó ligeramente, situándose en torno al 1,7% el 6 de diciembre.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió notablemente entre finales de agosto y el 6 de diciembre, principalmente como consecuencia de las menores expectativas de inflación, como pone de manifiesto la evolución

Gráfico 18 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.

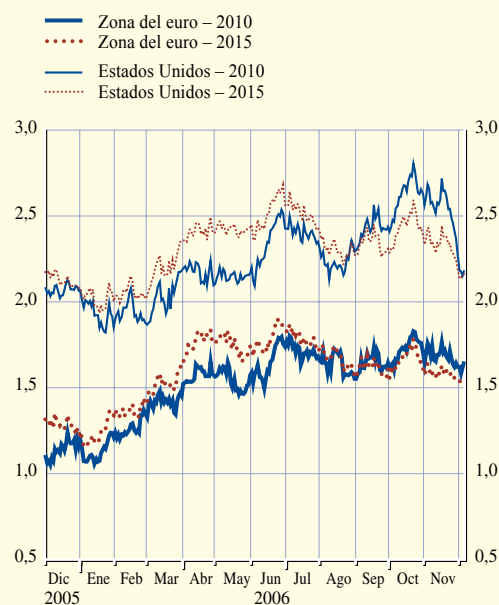
de las tasas de inflación implícitas y datos recientes procedentes de encuestas. Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación se redujo unos 10 puntos básicos. La falta de una tendencia claramente perceptible en el rendimiento de los bonos en septiembre y octubre fue atribuible, en parte, al carácter ambiguo de los datos macroeconómicos publicados. No obstante, entre principios de noviembre y principios de diciembre, los nuevos datos sobre la actividad económica y la evolución de los precios ejercieron, en promedio, presiones a la baja sobre el citado rendimiento. En ese período, el rendimiento de los bonos del Tesoro a largo plazo disminuyó de forma más pronunciada, y a principios de diciembre se situaba en un nivel que no se había observado desde enero del 2006. La evolución del rendimiento de los bonos a largo plazo condujo a una nueva inversión de la curva de rendimientos en este país, y el diferencial negativo entre el rendimiento de los bonos a diez años y el de los bonos a tres meses se amplió hasta -80 puntos básicos, aproximadamente, a comienzos de diciembre.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó un moderado descenso durante el período de referencia. El hecho de que la volatilidad implícita y observada del rendimiento de los bonos de la zona del euro haya sido comparativamente reducido se debe a que los datos publicados sobre la actividad económica en la zona han seguido confirmando, en general, las expectativas de los participantes en el mercado. Dado que el rendimiento de los bonos a corto y a medio plazo continuó aumentando en los tres últimos meses, la curva de rendimientos de la zona del euro se aplanó de nuevo. Además de reflejar el progresivo abandono de la orientación acomodaticia de la política monetaria iniciado en diciembre del año pasado, la actual situación, en la que la curva de rendimientos de la zona del euro casi se ha invertido en grado significativo, también muestra una compresión gradual de las primas de riesgo en los últimos años, especialmente a los plazos más largos de la curva. Véase también el recuadro 3, titulado «¿Qué influencia han tenido las primas de riesgo en el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro?».

También se observó un nuevo aplanamiento de la curva de rendimientos en lo que respecta a los tipos de interés reales de la zona del euro, medidos por el rendimiento de los bonos indicados con la inflación (véase gráfico 19). El rendimiento de los bonos a medio plazo indicados con la inflación (con vencimiento en el 2010) aumentó ligeramente en los tres últimos meses. Dado que el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación (con vencimiento en el 2015) se mantuvo, en general, estable en ese período, el rendimiento implícito de los bonos a largo plazo indicados con la inflación disminuyó ligeramente. En este contexto, parece probable que el reciente retroceso registrado por los tipos reales *forward* implícitos a largo plazo estuvo determinado, al menos en parte, por un nuevo descenso de las correspondientes primas de riesgo, más que por revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento a largo plazo de la economía de la zona del euro por parte de los participantes en el mercado.

Gráfico 19 Rendimiento real de los bonos

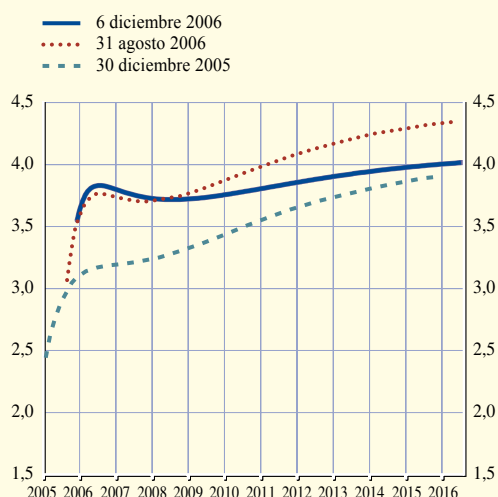
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

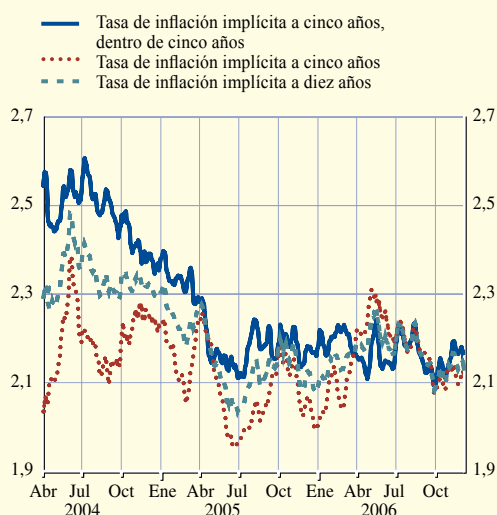


Fuentes: Estimación del BCE.

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

Gráfico 21 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

La decisión de subir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales, adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE en su reunión del 5 de octubre, estuvo asociada a un ligero desplazamiento al alza de los plazos más cortos de la curva de tipos *forward* implícitos a un día entre finales de agosto y el 6 de diciembre. En horizontes de medio a largo plazo, los tipos *forward* implícitos se redujeron en ese período, también debido, probablemente, a las menores primas de riesgo, entre otras cosas (véase gráfico 20).

La tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años descendió ligeramente entre finales de agosto y el 6 de diciembre, y al final del período se situó en el 2,1% (véase gráfico 21). La consiguiente moderada caída de la tasa de inflación implícita a cinco años es acorde con las recientes observaciones de una inflación medida por el IAPC relativamente reducida y con la evidencia procedente de encuestas, que refleja expectativas de menor inflación a corto plazo.

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro volvió a disminuir ligeramente, lo que indica que la incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución a corto plazo del rendimiento de los bonos a largo plazo continuó siendo bastante moderada en términos históricos.

Recuadro 3

¿QUÉ INFLUENCIA HAN TENIDO LAS PRIMAS DE RIESGO EN EL RECIENTE APLANAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LA ZONA DEL EURO?

La estructura temporal de los tipos de interés o «curva de rendimientos» constituye una importante fuente de información para los bancos centrales. Por ejemplo, la pendiente de la curva de rendimientos, medida por la diferencia entre un tipo de interés a largo plazo y un tipo de interés a corto plazo (el «diferencial de rendimientos») ha gozado de una enorme popularidad como indicador adelantado del ciclo económico, especialmente en las décadas de los ochenta y los noventa. El diferencial de rendimientos solía ser un indicador relativamente fiable de la actividad económica futura en el transcurso de un ciclo económico normal, puesto que su ampliación anunciaba una aceleración del crecimiento económico y su contracción indicaba una inminente desaceleración de la actividad económica¹. En particular, la existencia de un diferencial negativo («una curva de rendimientos invertida») suele interpretarse como indicio de una elevada probabilidad de recesión². ¿Dónde reside esta capacidad de predicción? La respuesta básicamente se encuentra en el hecho de que la curva de rendimientos incorpora información sobre la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo futuros, los cuales, a su vez, guardan relación con las expectativas de los participantes en el mercado sobre la actividad económica futura. En este sentido, un amplio diferencial de rendimientos con signo positivo podría ser indicativo de que, a la vista de unas perspectivas de crecimiento económico más favorables, el mercado anticipa un incremento de los tipos de interés a corto plazo. Si estas expectativas no incorporan errores sistemáticos, el diferencial de la curva de rendimientos suele generar una buena predicción de la actividad económica desde un punto de vista estadístico. Sin embargo, además de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo futuros, la curva de rendimientos incorpora también componentes de riesgo inobservable o «primas por plazo de vencimiento» que variarán probablemente con el paso del tiempo.

La prima por plazo de vencimiento se define como la diferencia entre el rendimiento de un bono a largo plazo y el valor medio esperado del tipo de interés a corto plazo hasta el vencimiento del bono. En el contexto del presente recuadro, los términos «prima de riesgo» y «prima por plazo de vencimiento» son sinónimos. Así pues, en ocasiones, las fluctuaciones de estas primas por plazo de vencimiento podrían socavar la utilidad de la curva de rendimientos como indicador adelantado. Este recuadro presenta unas estimaciones de las primas por plazo de vencimiento de la zona del euro y describe la posible relación existente entre el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro y las fluctuaciones de las primas por plazo de vencimiento.

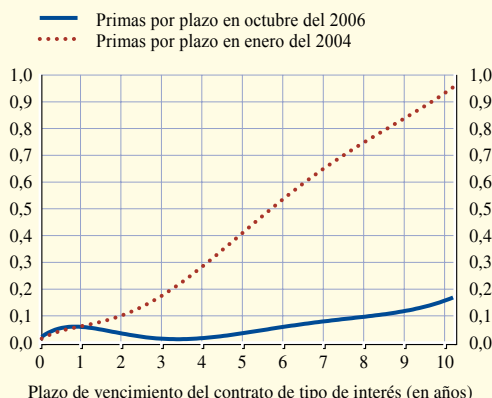
Las series históricas de datos muestran que el diferencial de rendimientos ha mostrado, en promedio, un signo positivo durante los últimos treinta años. Este resultado indica la existencia de unas primas por plazo de vencimiento que, en general, han sido positivas, dado que las expectativas de aumentos y descensos de los tipos de interés a corto plazo deberían compensarse entre sí. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos combina información sobre la futura evolución de los tipos de interés a corto plazo —el «componente de expectativas»— con información sobre las primas por plazo de vencimiento —el «componente de riesgo»—. Al objeto de desagregar estos dos componentes, resulta preciso contar con estimaciones de las primas por plazo de

1 Véase, por ejemplo, A. Estrella y G. Hardouvelis, «The term structure as a predictor of real economic activity», *Journal of Finance*, 46(2), pp. 555-576, 1991.

2 Véase el recuadro titulado «¿El aplanamiento de la curva de rendimientos de Estados Unidos es indicativo de un menor crecimiento en el futuro?» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2006.

Gráfico A Primas por plazo de vencimiento de la zona del euro

(en puntos porcentuales; datos a fin de mes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico B Diferencial de rendimientos y diferencial de rendimientos ajustado de la zona del euro

(en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

vencimiento. El gráfico A muestra estimaciones de la estructura temporal de las primas por plazo de vencimiento en enero del 2004 y octubre del 2006³. En enero del 2004, las primas por plazo de vencimiento incorporadas en los tipos de interés a largo plazo eran notoriamente superiores a las incluidas en los tipos de interés a plazos más cortos. En cambio, la estructura temporal de las primas por plazo de vencimiento en octubre del 2006 resultaba inusitadamente plana, situándose en niveles próximos a cero a lo largo de toda la gama de vencimientos. Así pues, con arreglo a estas estimaciones, el aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro observado durante el mencionado período se debió en parte a un descenso significativo de las primas por plazo de vencimiento.

El gráfico B ilustra la evolución del diferencial de rendimientos de la zona del euro medido por la diferencia entre los tipos de interés a diez años y a tres meses⁴. En la actualidad, el diferencial de rendimientos es muy reducido, situándose en el nivel más bajo de los diez últimos años, aproximadamente. Con arreglo a las propiedades de predicción del diferencial de rendimientos previamente mencionadas, ese reducido nivel indicaría que existe un riesgo sustancial de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro. Sin embargo, una conclusión así obviaría las recientes variaciones de las primas por plazo de vencimiento que ilustra el gráfico A. De hecho, recientes investigaciones sobre la curva de rendimientos de Estados Unidos han mostrado que las fluctuaciones de las primas por plazo de vencimiento tienden a socavar la utilidad del diferencial de rendimientos

3 Las primas por plazo de vencimiento que aquí se presentan son estimaciones propias del BCE basadas en un modelo afin bifactorial de la estructura temporal, similar al propuesto por D. H. Kim y A. Orphanides para Estados Unidos («Term structure estimation with survey data on interest rate forecasts», Finance and Economics Discussion Series 2005-48, Board of Governors of the US Federal Reserve System, 2005). El modelo para la zona del euro se estima, desde enero de 1995 hasta diciembre de 1998, con los tipos de interés de los *swaps* en Alemania y, a partir de enero de 1999, con los tipos de interés de los *swaps* en la zona del euro. No obstante, es preciso subrayar el considerable grado de incertidumbre que rodea a las estimaciones de las primas por plazo de vencimiento, no sólo como reflejo de la incertidumbre habitual que afecta a las estimaciones estadísticas de los parámetros de un modelo, sino también de la existencia de toda una variedad de posibles especificaciones estructurales de estos modelos de la estructura temporal.

4 El diferencial de rendimientos que ilustra el gráfico B se calcula a partir de los tipos de interés de los *swap* utilizados en la estimación del modelo de las primas por plazo de vencimiento. Dada la relativa constancia y escasa amplitud del diferencial de los tipos de interés de los *swaps* en la zona del euro (en torno a 10-15 puntos básicos), el diferencial de rendimientos calculado a partir del rendimiento de los bonos a diez años y del tipo Euribor a tres meses presenta una evolución muy semejante.

como indicador adelantado del ciclo económico. En consecuencia, y a fin de mejorar el contenido informativo de la curva de rendimientos, se ha propuesto que al diferencial de rendimientos se le resten las estimaciones de las primas por plazo de vencimiento⁵.

Así pues, el gráfico B también presenta el diferencial de rendimientos ajustado por la estimación de la prima por plazo a diez años. Las recientes fluctuaciones del diferencial de rendimientos ajustado son un claro reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE a partir de diciembre del 2005. Ahora bien, en contraste con el diferencial de rendimientos sin ajustar, el diferencial ajustado no se ha situado últimamente en niveles inusualmente bajos, sino cercanos a su promedio desde 1995. Por tanto, el diferencial de rendimientos corregido por las primas de riesgo no parece indicar un mayor riesgo de desaceleración económica en la zona del euro, al contrario de lo que cabría inferir a partir del nivel desacomodadamente reducido del diferencial sin ajustar. Aun así, es necesario tener en cuenta el considerable grado de incertidumbre que afecta a las estimaciones de las primas por plazo de vencimiento.

5 Véase A. Ang, M. Piazzesi y M. Wei, «What does the yield curve tell us about GDP growth?», *Journal of Econometrics*, pp. 359-403, 2006.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Desde finales de agosto ha proseguido el alza de las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales. Las recientes subidas de las cotizaciones en la zona del euro y en Estados Unidos se produjeron en un contexto de persistente y sólido crecimiento de los beneficios, de numerosas operaciones de fusión y adquisición, y de descenso de los precios energéticos y de los tipos de interés a largo plazo. Así, en Estados Unidos, las cotizaciones continuaron mostrándose resistentes a la actual moderación de la actividad económica interna. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles internacionales volvió a disminuir hasta niveles similares a los registrados antes de las perturbaciones observadas en los mercados en mayo y junio.

En general, las cotizaciones bursátiles experimentaron un pronunciado ascenso en las principales economías en los tres últimos meses (véase gráfico 22). En la zona del euro y en Estados Unidos, los precios de las acciones, medidos por el índice Dow Jones EURO STOXX y por el índice Standard & Poor's 500, respectivamente, aumentaron el 7% y el 8% entre finales de agosto y el 6 de diciembre. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron ligeramente, en un entorno de considerables fluctuaciones durante el período citado.

La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita

Gráfico 22 Índices bursátiles

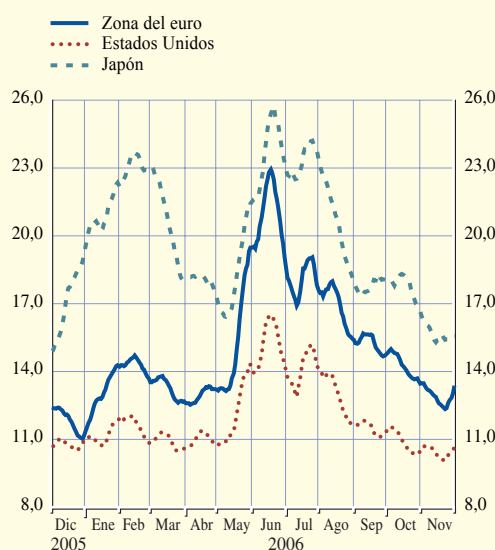
(índice: 1 diciembre 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 23 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

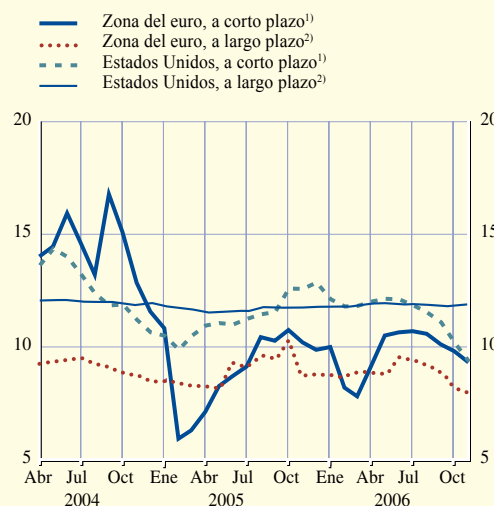


Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 24 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).

obtenida de las opciones sobre acciones, continuó disminuyendo en los principales mercados en los tres últimos meses (véase gráfico 23). Junto con el consiguiente descenso de los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB, esto indica que la tolerancia al riesgo de los inversores se ha recuperado más o menos totalmente del episodio de turbulencias en los mercados observado hacia finales del segundo trimestre. Esta renovada mejora de la atracción por el riesgo también quedó reflejada en la encuesta de Merrill Lynch denominada Global Fund Manager Survey, en la que el saldo neto de inversores que indicaron que han asumido riesgos superiores a lo normal en sus carteras de inversión ha aumentado 18 puntos porcentuales de agosto a noviembre. En este contexto, es probable que la prima de riesgo de las acciones haya disminuido ligeramente en los principales mercados en los últimos meses.

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en los tres últimos meses, sustentándose principalmente en el sólido crecimiento de los beneficios y en la percepción y la actitud favorable de los inversores respecto al riesgo. Según datos de Thomson Financial Datastream, los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se incrementaron el 14% en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre. Aunque las expectativas de los analistas en cuanto al crecimiento de los beneficios por acción para los próximos doce meses se redujeron ligeramente, hasta el 9,4%, en noviembre (véase gráfico 24), todavía reflejan unas perspectivas positivas en lo que respecta a dicho crecimiento. Con las recientes subidas, los precios de las acciones en Estados Unidos han dado pruebas de resistencia frente a los últimos datos macroeconómicos publicados, que apuntaban a una nueva moderación de la actividad económica. Es probable que el menor rendimiento real de los bonos a largo plazo, que actúa como factor de descuento en la valoración de las cotizaciones bursátiles,

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	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	5,9	6,4	11,0	7,0	34,7	3,1	11,1	4,9	6,5	9,4	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2005 III	12,5	1,7	11,8	14,1	9,8	4,5	7,0	4,8	1,3	6,5	8,1
2005 IV	6,2	4,3	0,6	-6,3	9,0	6,5	7,1	7,0	-4,1	5,7	4,5
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
Octubre	6,5	1,6	3,0	3,5	3,1	-3,5	3,0	0,1	7,9	2,6	3,1
Noviembre	-0,2	-0,4	0,7	2,4	-1,3	-0,8	2,5	0,1	-0,6	2,7	0,2
31 agosto - 6 diciembre	11,7	6,0	5,8	5,4	5,2	-2,2	10,2	0,3	13,5	12,4	6,9

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

favorecieran a éstas mediante la neutralización del efecto negativo de las peores perspectivas económicas. Además, la considerable caída de los precios del petróleo en la primera mitad del período analizado probablemente haya beneficiado a las cotizaciones de los sectores no energéticos.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles también subieron notablemente en los tres últimos meses, como consecuencia del acusado crecimiento de los beneficios, tanto observados como esperados, de las persistentes y numerosas operaciones de fusión y adquisición y de la mayor tolerancia de riesgo. Según datos de Thomson Financial Datastream, los beneficios observados por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX continuaron aumentando a una tasa interanual bastante elevada, el 20,8% en noviembre, en comparación con el 21,3% de agosto. Al mismo tiempo, los analistas revisaron ligeramente a la baja sus expectativas de crecimiento de los beneficios por acción para los próximos doce meses, desde el 10,6% de agosto hasta el 9,3% de noviembre. Esto puede deberse a la percepción de un menor potencial de crecimiento de los beneficios, tras los resultados sorprendentemente buenos obtenidos este año. Las expectativas más recientes de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios en un horizonte temporal a largo plazo (de tres a cinco años) se redujeron ligeramente, desde el 9,2% hasta el 7,9% anual entre agosto y noviembre. Además, es posible que la fuerte apreciación del euro frente al dólar estadounidense hacia finales de noviembre haya dado lugar últimamente a presiones a la baja que afectarán a las cotizaciones bursátiles de la zona.

En cuanto a la evolución de los índices bursátiles por sectores de la zona del euro, todos los sectores económicos, excepto el de asistencia sanitaria, registraron subidas de las cotizaciones durante el período de referencia (véase cuadro 3). Los resultados peores de lo esperado del sector de asistencia sanitaria, en el que los beneficios suelen depender menos de la situación del ciclo económico y, por ello, se le considera de menor riesgo, pueden ser consecuencia, en cierta medida, de la mayor demanda relativa de inversiones de mayor riesgo resultante del aumento de la inclinación por el riesgo de los inversores. En los tres últimos meses, la evolución intersectorial del rendimiento de la renta variable también se ha visto afectada por el actual proceso de integración de determinados sectores, entre los que destaca el de agua, gas y electricidad, que ha registrado ganancias especialmente elevadas. Las operaciones de recompra con apalancamiento financiero han constituido una parte importante de la reciente oleada de operaciones de fusión y adquisición (véase también el recuadro 4, titulado «Tendencias recientes en las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero en la zona del euro»).

2.6 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

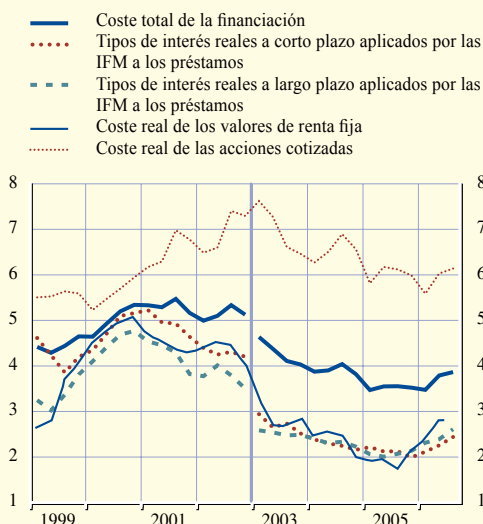
En general, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se mantuvo estable en el tercer trimestre del 2006, en un nivel que sigue siendo reducido en términos históricos. En ese mismo período, las sociedades no financieras aumentaron su financiación mediante deuda, principalmente a través de la financiación mediante préstamos, que se incrementó considerablemente, y también mediante la ampliación de la emisión de valores distintos de acciones. En consecuencia, la deuda del sector en relación con el PIB registró un ligero aumento en el tercer trimestre del 2006.

COSTES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de los respectivos saldos vivos (corregidos de efectos de valoración), se mantuvo estable, en líneas generales, en el tercer trimestre del 2006, en un nivel que continúa sien-

Gráfico 25 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



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

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 sep 2006 ²⁾		
	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 Ago	2006 Sep	2005 Mar	2006 Jun	2006 Ago
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,13	5,14	5,30	5,46	5,58	5,69	39	23	11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con periodo inicial de fijación del tipo hasta un año	3,81	3,99	4,23	4,47	4,67	4,74	51	27	7
Con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,06	4,10	4,19	4,40	4,52	4,59	40	19	7
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con periodo inicial de fijación del tipo hasta un año	2,97	3,24	3,50	3,74	3,96	4,02	52	28	6
Con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,88	3,98	4,22	4,26	4,45	4,47	25	21	2
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,14	2,47	2,72	2,99	3,23	3,34	61	35	11
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,21	2,80	3,22	3,47	3,59	3,62	40	15	4
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,60	3,07	3,47	3,78	3,75	3,70	22	-8	-6

Fuentes: 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.

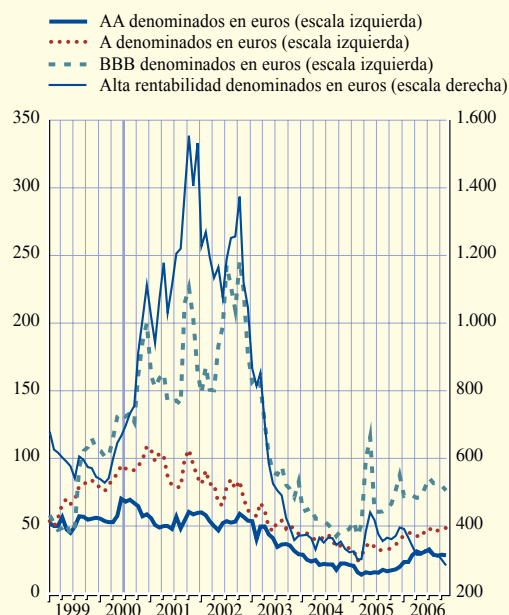
do bajo en términos históricos (véase gráfico 25)². El aumento del coste real de los préstamos bancarios se vio compensado por el descenso del coste real de los valores de renta fija y el de las acciones cotizadas —tras la recuperación de las cotizaciones bursátiles— en el citado período.

El coste real de los préstamos bancarios volvió a aumentar en el tercer trimestre del 2006. En términos de detalle por plazos, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos (sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras registraron una alza de 27 a 28 puntos básicos entre junio y septiembre, ligeramente por debajo de la subida de los tipos de interés del mercado monetario en ese mismo período (véase cuadro 4). Desde septiembre del 2005, cuando los tipos del mercado monetario se incrementaron por primera vez, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos y créditos a las sociedades no financieras han aumentado entre 85 y 100 puntos básicos, aproximadamente, también ligeramente por debajo de la subida de 120 a 140 puntos básicos observada en los tipos de mercado correspondientes. Entre septiembre del 2005 y septiembre del 2006, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se elevaron unos 60 puntos básicos, en comparación con un alza de 50 a 100 puntos básicos de los tipos de interés de mercado correspondientes. En el tercer trimestre del 2006, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos a las sociedades no financieras experimentaron un ascenso de unos 20 puntos básicos, mientras que los tipos a largo plazo de mercado correspondientes descendieron, lo que podría interpretarse como un proceso de transmisión bastante lento, en virtud del cual las recientes subidas de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela reflejaron el efecto retardado de los incrementos de los tipos de interés de mercado registrados en trimestres anteriores. En consecuencia, la tendencia decreciente de los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito y los tipos de interés de mercado a plazos similares observada desde principios del 2003 se interrumpió en lo que se refiere a los préstamos a medio y a largo plazo en el tercer trimestre del 2006, mientras que, en general, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito se mantuvieron estables.

El coste real de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras descendió ligeramente en el tercer trimestre, como consecuencia de la bajada de los tipos de interés a largo plazo sin riesgo y de la estabilización de los diferenciales de los valores de renta fija privada (véase gráfico

Gráfico 26 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.

2 Para una descripción detallada de la medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

26). En particular, los diferenciales de los valores de renta fija de la zona del euro con calificación BBB se han reducido en los últimos meses, tras el máximo observado en mayo y junio del 2006. Aunque las perspectivas de la calidad del crédito de las empresas no financieras siguen siendo positivas, puede que se produzca algún ajuste como consecuencia del aumento del endeudamiento³.

El coste real de la financiación mediante acciones de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en el tercer trimestre del 2006, debido, en gran parte, a la evolución de los mercados de renta variable, pero, en promedio durante el tercer trimestre, continuó estando considerablemente por encima del nivel registrado en el trimestre anterior y del coste real de la financiación mediante deuda.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

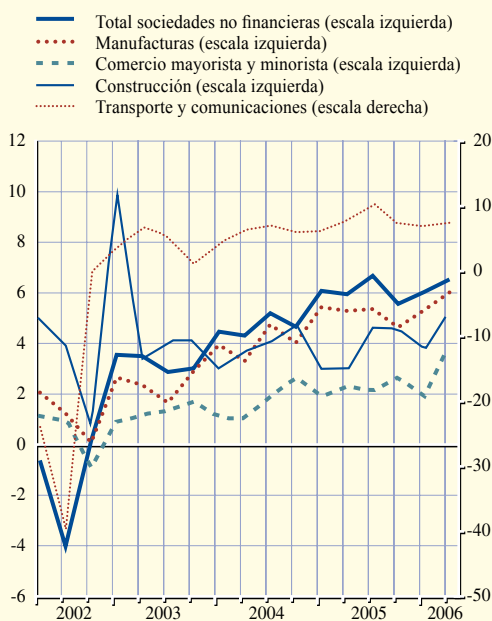
En cuanto a las fuentes de financiación interna, la rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro —medida en términos del resultado neto y del resultado de explotación en relación con las ventas— continuó siendo elevada en el primer semestre del 2006, según datos de los estados financieros agregados de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Las ratios de beneficios se incrementaron de manera especialmente acusada en los sectores de transporte y de telecomunicaciones, mientras que los beneficios de los sectores mayorista y minorista fueron inferiores a la media (véase gráfico 27).

De cara al futuro, las medidas de la rentabilidad basadas en los mercados bursátiles indican que se espera que el crecimiento de la rentabilidad de las grandes empresas cotizadas se reduzca ligeramente en los próximos doce meses, pero que continúe siendo elevado (véase gráfico 24)⁴. Esto puede apuntar a cierta normalización, tras las expectativas de crecimiento de los beneficios especialmente altas registradas en los últimos años en conexión con la recuperación de la pronunciada caída de la rentabilidad empresarial en el 2002 y el 2003.

Además de recurrir a la disponibilidad de abundantes fondos para la financiación interna, las sociedades no financieras volvieron a aumentar su demanda de financiación externa en el tercer trimestre del 2006 (véase gráfico 28). La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras se elevó hasta el 4,5% en el tercer trimestre del 2006, desde el 4% del segundo trimestre. Esta evolución estuvo determinada, fundamentalmente, por un nuevo y pronunciado incremento de la contribución de los préstamos de las IFM, mientras que, en contraste, la de los valores

Gráfico 27 Ratios de beneficios de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

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



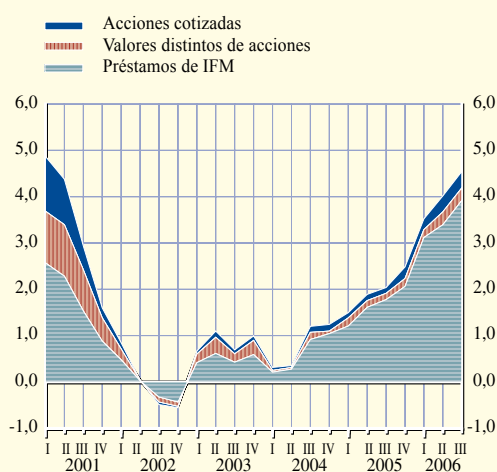
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los datos más recientes corresponden al segundo trimestre del 2006.

³ Véase también el recuadro 4, titulado «Perspectivas de los diferenciales de crédito de las empresas de la zona del euro» en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

⁴ Además de las sociedades no financieras, la medida de los beneficios empresariales basada en el índice Dow Jones EURO STOXX incluye las sociedades financieras.

Gráfico 28 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)

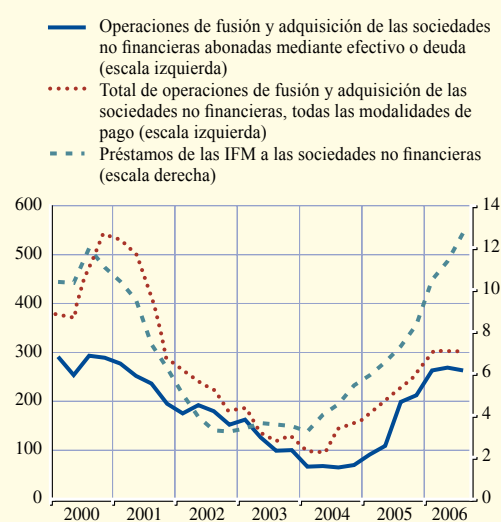


Fuente: BCE.

1) 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.

Gráfico 29 Evolución de los préstamos y fusiones y adquisiciones del sector de sociedades no financieras de la zona del euro

(importe de las operaciones cerradas en mm de euros; suma móvil de doce meses; sociedades no financieras de la zona del euro como compradoras)



Fuentes: Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).

Notas: Las operaciones de fusión y adquisición abonadas mediante efectivo o deuda se refieren a operaciones que contienen un elemento de efectivo o de deuda. La diferencia entre el «total» de operaciones de fusión y adquisición abonadas mediante efectivo o deuda del sector de sociedades no financieras está determinada por las operaciones que se han efectuado con modalidades de pago distintas del efectivo o la deuda, principalmente acciones.

distintos de acciones y la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvieron moderadas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se elevó hasta el 12,7% a finales del tercer trimestre del 2006, desde el 11,3% del segundo trimestre (véase cuadro 5), y continuó aumentando hasta el 12,9% en octubre. Desde la introducción del euro, en 1999, no se habían registrado unas tasas de crecimiento de esa magnitud. En cuanto al detalle por plazos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo se recuperó ligeramente en el tercer trimestre, hasta situarse en el 10,7% en octubre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo de las IFM (a más de cinco años) se mantuvo estable, en torno al 11,5%, el nivel alcanzado a finales de junio, mientras que la de los préstamos de uno a cinco años continuó aumentando, hasta el 20,1% en octubre.

El recurso a los préstamos bancarios para financiación estuvo determinado por el reducido coste real de estos préstamos, por una actitud favorable de las entidades de crédito en lo que respecta a la concesión de créditos y por el aumento de la confianza. En particular, puede considerarse que el persistentemente elevado ritmo de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras está relacionado, en parte, con la positiva evolución de la actividad económica en la zona del euro en los tres primeros trimestres de este año. Es posible que las sociedades no financieras hayan destinado parte de los fondos obtenidos a la inversión real, como indica el intenso crecimiento registrado, en líneas generales, en la formación bruta de capital fijo durante este período. Además, las operaciones de fusión y adquisición en la zona del euro también pueden haber contribuido al rápido incremento del

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Saldo vivo a fin del último trimestre disponible (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)					
		2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	Octubre 2006 ³⁾
Préstamos de IFM	3.730	7,3	8,3	10,5	11,3	12,7	12,9
Hasta un año	1.108	5,4	5,8	7,7	8,0	10,5	10,7
De uno a cinco años	683	6,7	9,9	14,9	17,4	20,6	20,1
Más de cinco años	1.939	8,6	9,3	10,7	11,4	11,4	11,7
Valores distintos de acciones	637	2,9	3,7	3,0	5,0	4,8	-
A corto plazo	97	-1,3	-0,4	-7,0	-2,0	-0,4	-
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	540	3,7	4,4	5,1	6,4	5,7	-
A tipo fijo	413	0,4	0,4	0,2	1,1	1,3	-
A tipo variable	110	18,3	23,3	24,9	30,7	28,0	-
Acciones cotizadas	4.087	0,5	1,0	0,7	1,0	1,0	-
Pro memoria²⁾							
Total financiación	9.177	4,4	5,5	6,2	7,0	6,75	-
Préstamos a sociedades no financieras	4.233	5,8	7,7	9,7	10,7	-12,50	-
Reservas de fondos de pensiones de sociedades no financieras	320	4,5	4,2	4,4	4,2	4,25	-

Fuente: 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 estadísticas de las cuentas financieras. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones cotizadas y reservas de los fondos de pensiones. 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) Sólo se dispone de datos de octubre del 2006 para los préstamos de las IFM.

endeudamiento de las empresas en el tercer trimestre del 2006, aunque en menor medida que en trimestres anteriores (véase gráfico 29). En este contexto, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006 sugieren que las necesidades de financiación relacionadas con la actividad económica y con actividades de carácter más financiero (como las fusiones y adquisiciones y la reestructuración de la deuda) han estado contribuyendo a la demanda de préstamos, si bien estas últimas necesidades han registrado una ligera disminución recientemente⁵. De forma similar a los préstamos de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a las sociedades no financieras continuó aumentando pronunciadamente, según la evidencia disponible hasta el segundo trimestre del 2006. Parte del incremento observado en los préstamos pudo estar relacionado con las operaciones de recompra con apalancamiento financiero (véase recuadro 4).

5 Véase también el recuadro 2, titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el periodo comprendido entre el 9 de agosto y el 7 de noviembre de 2006».

Recuadro 4

TENDENCIAS RECIENTES EN LAS OPERACIONES DE RECOMPRA DE EMPRESAS CON APALANCAMIENTO FINANCIERO EN LA ZONA DEL EURO

El resurgimiento de las fusiones y adquisiciones de empresas observado durante el último año responde, en parte, al estímulo recibido de una oleada de transacciones de capital inversión, especialmente de operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO)¹. El presente recuadro examina la evolución reciente de las operaciones LBO en la zona del euro y discute sus posibles repercusiones sobre la política monetaria.

Una recompra con apalancamiento financiero «consiste en la exclusión de una empresa de los mercados de valores mediante la compra de sus acciones y la asignación de éstas a un grupo concentrado de propietarios compuesto por el equipo directivo, un socio colectivo y otros inversores (los socios comanditarios o fondo LBO). Debido a la escasez de recursos propios comprometidos por los propietarios, la nueva entidad se caracteriza por un alto grado de apalancamiento»². En una típica operación LBO, un socio colectivo —a menudo una sociedad de capital inversión—, junto a una serie de socios comanditarios —por ejemplo, unos inversores institucionales o privados—, inyecta un cierto volumen de recursos propios en un fondo LBO. Éste recaba también financiación ajena y utiliza ambos tipos de recursos para invertir en una empresa objetivo. Al objeto de captar los recursos ajenos necesarios para financiar la adquisición, el fondo LBO utiliza como garantía los activos o los flujos de caja futuros de la empresa objetivo. Tras un período de tiempo que suele ser relativamente breve, el retorno de la inversión puede extraerse por distintos canales, a saber, una oferta pública inicial (IPO) de venta de acciones, una transmisión onerosa (es decir, una venta a otra empresa), un operación secundaria de recompra (SBO) efectuada por otra sociedad de capital inversión, o bien una reestructuración del capital (la extracción de dividendos). Para cuando los inversores obtienen el retorno de su inversión, la empresa puede haber incurrido ya en un elevado grado de apalancamiento. En consecuencia, las operaciones LBO pueden afectar al nivel general de endeudamiento del sector de sociedades no financieras.

Puesto que el volumen de recursos propios invertido por los socios colectivo y comanditarios es relativamente modesto (en comparación con el nivel de deuda), el retorno potencial por acción derivado de una operación LBO suele ser sustancial. Existen otros incentivos a la realización de operaciones LBO vinculados al ahorro fiscal inducido por el apalancamiento (ya que los pagos por intereses suelen ser fiscalmente deducibles) y a la resolución de problemas de agencia (mejora de la estructura de incentivos del equipo directivo, supervisión más activa por parte del accionariado y eliminación del flujo de caja de libre disposición). Al mismo tiempo, las operaciones LBO implican un riesgo de tensiones financieras y de una eventual quiebra si los flujos de caja futuros de la empresa terminan siendo insuficientes para satisfacer el servicio de la deuda³.

Aunque las oleadas de operaciones LBO han sido recurrentes en Estados Unidos, en la zona del euro este tipo de transacciones sólo ha conseguido despegar en periodos más recientes, particularmente en los dos últimos años. Durante el período de un año transcurrido hasta el tercer trimestre del 2006, el volumen de operaciones ascendió casi a 80 mm de euros (véase gráfico A)⁴. Esta evolución también tuvo su reflejo

1 Véase también el recuadro titulado «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2006.

2 J. Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006.

3 Véase también la «Financial Stability Review» del BCE de diciembre del 2006.

4 Dado que la cobertura de las fuentes de datos utilizadas en el gráfico A puede no ser exhaustiva, el importe de las operaciones LBO podría ser incluso algo superior al allí indicado.

Gráfico A Importe de las operaciones LBO de empresas objetivo residentes en la zona del euro y de los préstamos sindicados relacionados con operaciones LBO

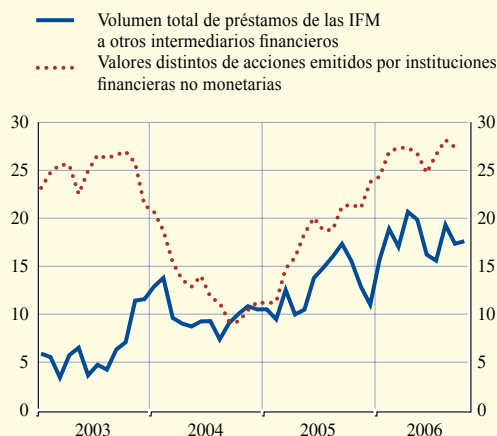
(mm de euros)



Fuentes: Bureau van Dijk (Zephyr) y Thomson Deals.

Gráfico B Préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros y valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias

(tasas de crecimiento interanual; en porcentaje)



Fuente: BCE.

en el ritmo de crecimiento, con tasas de dos dígitos, de los préstamos de las IFM al sector de otros intermediarios financieros (OIF), que incluye entidades de propósito especial (fondos LBO) creados por fondos de capital inversión, así como en la elevada cuantía de las emisiones de valores distintos de acciones efectuadas por las instituciones financieras no monetarias (véase gráfico B). Aunque estos flujos de financiación ajena no tienen como destinatario exclusivo a los fondos LBO ni, en términos más generales, a las sociedades de capital inversión, sí constituyen, no obstante, un indicador de la creciente importancia de las operaciones LBO. Además, tampoco cabe descartar que las entidades bancarias clasifiquen parte de la financiación a operaciones LBO como préstamos a sociedades no financieras, por lo que estas operaciones podrían haber contribuido al reciente auge del ritmo de crecimiento de los préstamos concedidos al sector de sociedades no financieras, que ascendió al 12,9% en octubre del 2006.

El reciente dinamismo de las operaciones LBO en la zona del euro responde tanto a tendencias de ámbito mundial como a circunstancias específicas de la zona del euro. Dentro de los factores a escala internacional, es probable que la abundante liquidez, el reducido nivel de los tipos de interés y de las tasas de impago, así como la eclosión del mercado de derivados de crédito, hayan estimulado la apetencia por el riesgo de crédito de las instituciones financieras no bancarias tales como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y los fondos CLO⁵. La aparición del mercado de derivados de crédito también ha permitido a las entidades bancarias la transmisión de importantes cuantías de riesgo de crédito existente en sus carteras de préstamos, obteniendo así margen de maniobra para la concesión de nuevos créditos. En el ámbito de la zona del euro, los incentivos de las sociedades de capital inversión para acometer operaciones LBO se han fortalecido, estimulados por el progresivo aumento de la rentabilidad empresarial, con el consiguiente incremento de los flujos de caja de libre disposición de las empresas y, en consecuencia, de su atractivo como objetivo de operaciones LBO⁶. Además, la introducción del euro puede haber contribuido a crear las economías de escala necesarias para la aparición de un mercado de bonos de alto rendimiento y de otros instrumentos de deuda líquidos de menor calidad crediticia, tales como

5 Un CLO (*collateralised loan obligation*) o bono de titulización de préstamos bancarios es un instrumento de deuda garantizado por un conjunto de préstamos de carácter comercial. Un fondo CLO es un fondo de inversión que invierte en productos CLO.

6 Puesto que el flujo de caja excedente puede utilizarse para amortizar la deuda contraída en la operación LBO.

los préstamos *mezzanine*, las segundas hipotecas y los préstamos con pago en especie (PIK), habitualmente utilizados como deuda subordinada en las operaciones LBO al objeto de garantizar la deuda preferente instrumentada en forma de créditos bancarios⁷.

Desde la perspectiva de la política monetaria, es importante realizar un seguimiento del auge de las operaciones de LBO, ya que éstas pueden afectar al grado de apalancamiento y a las condiciones de financiación del conjunto del sector empresarial de la zona del euro, a la solidez del sector bancario y a la creación de liquidez. En primer lugar, los reducidos tipos de interés que han servido de estímulo a las operaciones LBO pueden haber contribuido a enmascarar los riesgos consustanciales de los mercados de deuda con alto grado de palancamiento de la zona del euro. De este modo, y pese al aumento de los ratios de endeudamiento, los diferenciales de la renta fija privada de la zona del euro se mantienen reducidos con arreglo a patrones históricos. Como resultado, un deterioro de la calidad crediticia de las empresas podría ocasionar importantes pérdidas en las carteras de préstamos de las entidades bancarias y, a la larga, una restricción de la oferta de crédito. En este sentido, los indicios existentes del aumento de los múltiplos de apalancamiento y de la relajación de las estipulaciones de los contratos de préstamo, así como de los cuadros de amortización, en recientes operaciones LBO constituyen un motivo de preocupación. En segundo lugar, si bien las operaciones LBO con frecuencia han generado valor (al reducir los costes de agencia), los períodos de auge de esta actividad pueden resultar en niveles de apalancamiento insostenibles y condiciones de acceso al crédito excesivamente laxas. En Estados Unidos, oleadas precedentes de operaciones LBO ocasionaron quiebras empresariales, con efectos adversos sobre la actividad económica⁸. En tercer lugar, el endeudamiento de la entidad adquirente podría inducir la creación de liquidez adicional, en la medida en que los correspondientes pagos satisfechos a los actuales accionistas de la empresa objetivo conlleven unas mayores tenencias de saldos monetarios.

7 Un préstamo *mezzanine* es un híbrido entre recursos ajenos y recursos propios. Básicamente se trata de una modalidad de financiación ajena que concede al prestamista el derecho a convertirla en participaciones en el capital de la empresa si el préstamo no se amortiza por completo y a su debido tiempo. Por lo general, se halla subordinado a la deuda contraída con prestamistas preferentes. Un PIK (*payment-in-kind loan*) o préstamo con pago en especie es una modalidad extrema de préstamo caracterizada porque el prestamista no suele percibir ningún flujo de caja procedente del prestatario entre la fecha de disposición de los fondos y la fecha de vencimiento o de refinanciación del préstamo. Los *second-lien loans* o segundas hipotecas se utilizan en operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero al objeto de cubrir las pequeñas diferencias existentes entre las necesidades de financiación del prestatario y los umbrales máximos (en función, por ejemplo, del apalancamiento) determinados por los proveedores de préstamos preferentes o préstamos PIK.

8 Véase, por ejemplo, Kaplan y Stein, «The evolution of buyout and financial structure in the 1980s», *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 1993, pp. 313-357.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras volvió a incrementarse ligeramente, hasta situarse en el 4,8% a finales de septiembre. Entre los posibles factores determinantes de este crecimiento, todavía moderado, en un período en el que los costes reales de la financiación mediante valores de renta fija privada son favorables, podrían estar la abundante disponibilidad de financiación interna, el pronunciado crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras —indicativo de un posible efecto de sustitución— y un nivel relativamente elevado de amortizaciones de valores distintos de acciones. El aumento general de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras fue consecuencia del repunte de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. En cambio, la tasa de variación interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras se mantuvo negativa en el tercer trimestre del 2006, como sucedió en el primer semestre del 2006 y durante la mayor parte del año anterior. Además, la financiación indirecta a través de instituciones financieras no monetarias como las entidades de propósito especial siguió siendo muy intensa, ya que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de este sector aumentó

hasta el 27,4% a finales de septiembre, desde el 24,7% a finales del trimestre anterior. Las emisiones en este sector se realizan en nombre de diversas instituciones, incluidas las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantenían estable, en el 1%, a finales del tercer trimestre del 2006. Este moderado crecimiento, en líneas generales, de la emisión de acciones cotizadas se debió, en parte, a la persistente popularidad de los programas de recompra de acciones. Al mismo tiempo, la emisión bruta ha estado aumentando pronunciadamente en los últimos meses, sustentada en la evolución de las ofertas públicas iniciales y de las ofertas públicas secundarias y, en parte, ha estado relacionada con el elevado número de operaciones de fusión y adquisición.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia del nuevo incremento del crecimiento interanual de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, la deuda total del sector en relación con el PIB aumentó hasta el 65% en el tercer trimestre del 2006 (véase gráfico 30). Por lo tanto, tras un período de consolidación, los ratios de deuda de las sociedades no financieras son más elevadas que las de mediados del 2003, cuando se registró el máximo anterior, que siguió a un pronunciado aumento de la deuda en la segunda mitad de la década de los noventa. La deuda en relación con el excedente bruto de explotación también se elevó ligeramente en el tercer trimestre del 2006.

La evolución de la deuda, junto con la de los tipos de interés, se ha traducido en un acusado incremento de la carga de deuda de las sociedades no financieras en los tres primeros trimestres del 2006.

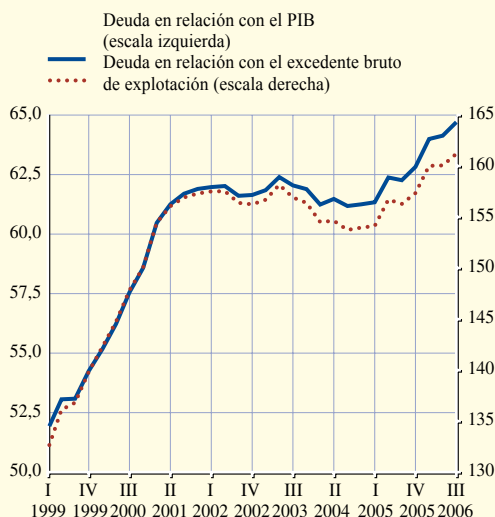
En general, la elevada tasa de crecimiento de la financiación de las sociedades no financieras, especialmente la de los préstamos de las IFM, indica que las empresas de la zona del euro disponen de acceso a la financiación. A pesar del reciente repunte de los ratios de deuda y de los pagos netos de intereses, la situación financiera de las sociedades no financieras sigue siendo favorable, principalmente como consecuencia del reducido coste de la financiación y de la elevada rentabilidad.

2.7 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El endeudamiento de los hogares continuó siendo elevado en el tercer trimestre del 2006, respaldado por las favorables condiciones de financiación, la dinámica evolución del mercado de la vivienda y la mejora de la confianza de los consumidores. A pesar de cierta moderación observada desde mediados del 2006, el crecimiento de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda mantuvo su fortaleza. Como consecuencia del persistente y vigoroso crecimiento del endeudamiento, la deuda de los ho-

Gráfico 30 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El excedente bruto de explotación se refiere al excedente bruto de explotación más la renta mixta del total de la economía. Los datos sobre endeudamiento proceden de las estadísticas de las cuentas financieras, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. El último trimestre disponible es una estimación.

gares en relación con el PIB se incrementó de nuevo en el tercer trimestre del 2006.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

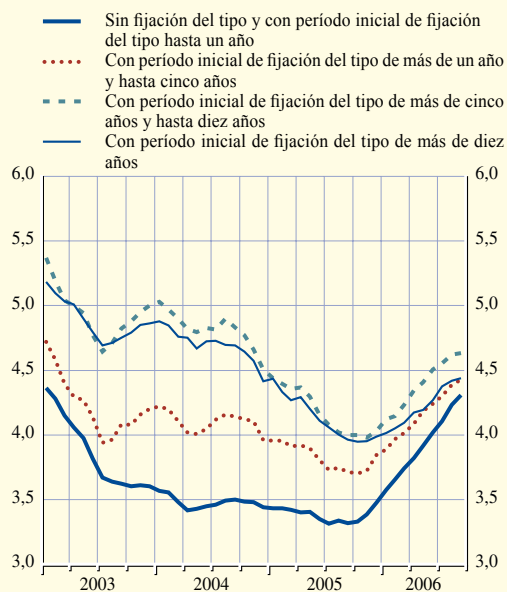
Los estadísticas de tipos de interés de las IFM y los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006⁶ sugieren que las condiciones de financiación del sector hogares de la zona del euro se mantuvieron favorables en el tercer trimestre del 2006, aunque el coste del endeudamiento volvió a aumentar ligeramente, en un contexto de subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda siguieron aumentando a todos los plazos en el tercer trimestre del 2006 (véase gráfico 31). En términos de medias intertrimestrales, fueron entre 18 y 29 puntos básicos más altos que en el segundo trimestre del 2006. Los tipos aplicados a los préstamos a más corto plazo aumentaron algo más que los de los préstamos a más largo plazo, reduciendo aún más el diferencial implícito. En septiembre, el tipo de interés aplicado a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se situó sólo 14 puntos básicos por encima del de los préstamos sin período inicial de fijación y con período inicial de fijación del tipo hasta un año. En el caso del crédito al consumo, los tipos aplicados por las IFM a los préstamos con período de fijación de uno a cinco años fueron, en términos de medias intertrimestrales, 54 y 21 puntos básicos más altos que en el segundo trimestre, mientras que los aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de uno a cinco años fueron sólo 4 puntos básicos más elevados que en el trimestre anterior. Los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y los tipos de mercado similares prácticamente no variaron entre el segundo y el tercer trimestres del 2006.

En la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006, las entidades participantes indicaron que, en general, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no se habían modificado en el tercer trimestre, y que se había producido una ligera relajación de los criterios aplicados al crédito al consumo. Según las entidades participantes, la competencia de otras entidades y las expectativas relativas a la actividad económica general continuaron respaldando la relajación de los citados criterios. No obstante, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda se consideró un factor que, por primera vez desde el segundo trimestre del 2005, contribuyó, aunque ligeramente, al endurecimiento de los criterios.

Gráfico 31 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⁾)



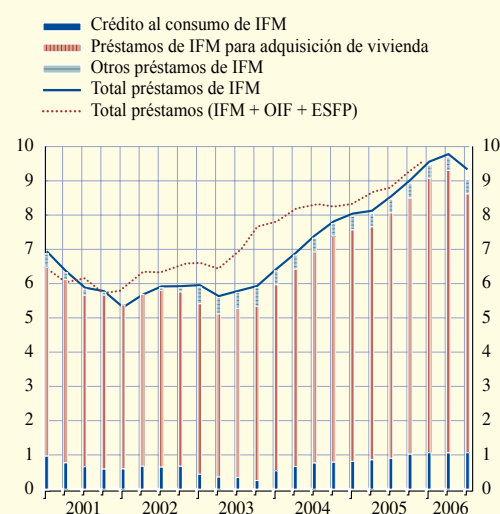
Fuente: BCE.

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.

6 Véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2006», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

Gráfico 32 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

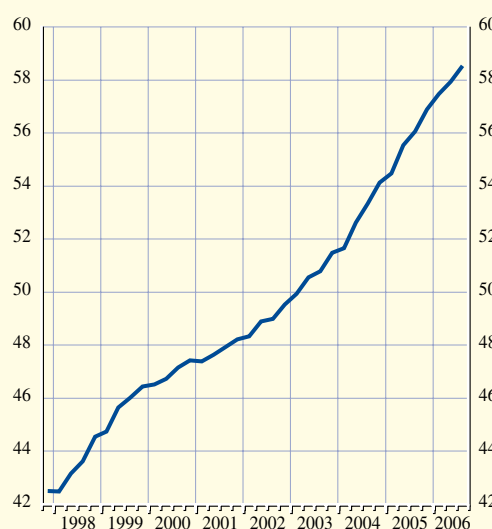


Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos (IFM + OIF + ESFP) en el tercer trimestre del 2006 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, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 33 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: Estos datos, que se han compilado a partir de las cuentas financieras trimestrales, muestran un endeudamiento de los hogares en relación con el PIB ligeramente inferior al que se habría obtenido a partir de las cuentas financieras anuales, debido, principalmente, a que no están incluidos los préstamos concedidos por las entidades de crédito no residentes en la zona del euro. Los datos para el último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

En cuanto al crédito al consumo, la relajación neta de los criterios de concesión se vio moderada por la valoración de las entidades de la solvencia de los consumidores.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos al sector hogares de la zona del euro por parte de todas las instituciones financieras se moderó levemente en el segundo trimestre del 2006 (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas financieras trimestrales de la zona del euro), hasta el 9,5%, desde el 9,7% del primer trimestre (véase gráfico 32). Este ligero descenso estuvo determinado por una menor contribución de los préstamos concedidos por las instituciones financieras no monetarias, que comprende otros intermediarios financieros y las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La contribución de los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro aumentó de nuevo. Se estima que, en el tercer trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares se redujo ligeramente.

Si se consideran los datos de las IFM disponibles hasta octubre del 2006, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió siendo intenso, si bien continuó la moderación observada desde la primavera. Ello se debió, en particular, a la evolución del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, que sigue siendo la principal causa de la vigorosa evolución del crédito. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda fue del 10,4%, frente al 11% del mes precedente y de unas medias del 11,3% y el 12,1% en el tercer y segundo trimestres, respectivamente. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006 sugieren que la reciente moderación de la demanda de préstamos de las IFM para adquisición de vivienda puede estar

relacionada con unas perspectivas menos optimistas en lo que respecta al mercado de la vivienda, pero también con factores como el impacto menos positivo del gasto en consumo no relacionado con la vivienda. No obstante, el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda siguió siendo robusto, reflejo de las favorables condiciones de financiación, de la mejora en la confianza de los consumidores y de la dinámica evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo volvió a descender levemente en octubre, hasta el 7,7%, desde el 8,3% del mes precedente, tras registrar unas medias del 8,5% y el 8,2% en el tercer y segundo trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares fue del 2,5% en octubre, sin variaciones con respecto al mes anterior y ligeramente por encima de las medias del 2,3% y el 2,1% del tercer y segundo trimestres, respectivamente. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2006, la demanda neta positiva de crédito al consumo continúa estando determinada por la confianza de los consumidores y por el gasto en bienes de consumo duradero, aunque la contribución de este último factor disminuyó en comparación con el trimestre anterior.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la persistente fortaleza del endeudamiento, se estima que la deuda de los hogares de la zona del euro en relación con el PIB volvió a incrementarse en el tercer trimestre del 2006, hasta el 58,7% del PIB (véase gráfico 33). En un entorno de fuertes aumentos de los precios de la vivienda, el prolongado aumento del endeudamiento de los hogares en los últimos años se produjo a la par que los sustanciales incrementos de la riqueza inmobiliaria de los hogares (véase el recuadro 5, sobre las nuevas estimaciones del BCE de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro). Se estima que la carga financiera del sector hogares (es decir, pagos de intereses más devoluciones de principal en porcentaje de la renta disponible) se incrementó ligeramente en el 2005 y, considerando el todavía acusado crecimiento de los préstamos y la subida de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos y créditos hasta octubre, se prevé que vuelva aumentar ligeramente en el 2006.

Recuadro 5

ESTIMACIONES DE LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

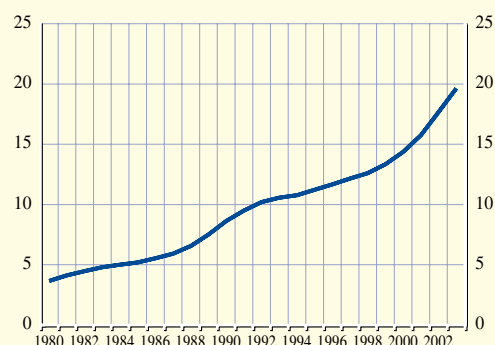
En este recuadro se presentan las nuevas estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro elaboradas por el BCE. La riqueza inmobiliaria de los hogares se define como el valor a precios corrientes de mercado de todas las viviendas, incluido el valor de los terrenos que ocupan estos edificios residenciales, propiedad de los hogares. La riqueza inmobiliaria representa en torno al 60% de la riqueza total de los hogares, por lo que sus efectos sobre las decisiones de consumo, inversión y cartera pueden ser importantes. El presente recuadro ofrece una explicación de las nuevas estimaciones para el período 1980-2005 y las pone en perspectiva utilizando de un determinado conjunto de indicadores.

Método de estimación

Dado que no se dispone de datos de riqueza inmobiliaria de los hogares en varios países de la zona del euro, no puede obtenerse una estimación agregada de la riqueza inmobiliaria de los hogares en el conjunto de la zona mediante la simple suma de los datos nacionales. En la actualidad, la cobertura de los datos anuales disponibles de riqueza inmobiliaria de los hogares, incluidos el *stock* de capital inmobiliario y el valor de los terrenos subyacentes, se sitúa en torno a un 80% de la zona del euro, expresada en términos del PIB. El volumen de riqueza inmobiliaria que correspondería a los países

Gráfico A Riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro

(a precios corrientes de mercado; billones de euros)

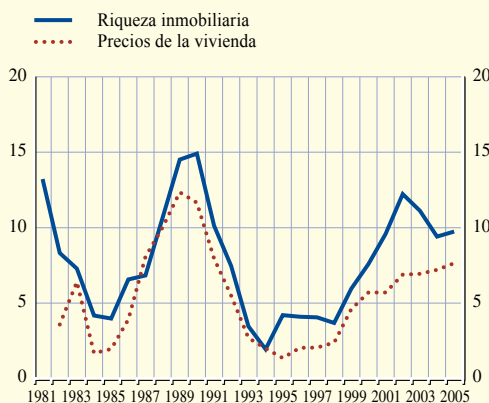


Fuente: BCE.

Nota: Las estimaciones tienen en cuenta la depreciación del stock de capital inmobiliario de los hogares.

Gráfico B Crecimiento de la riqueza inmobiliaria y de los precios de la vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

cuyos datos no se encuentran disponibles se aproxima a partir de la información recabada de los países que sí disponen de esas estimaciones¹.

El procedimiento de estimación comprende varias etapas. En una primera etapa, se calcula el *stock* de capital inmobiliario de la zona del euro, a partir de los datos nacionales disponibles y de unas estimaciones para los países que carecen de datos obtenidas bajo el supuesto de que la ratio del PIB en relación con el *stock* de capital de estos últimos para 1980 es igual a la ratio media de los países de los que sí se dispone de datos. Luego, se supone que el *stock* de capital inmobiliario de un determinado año es igual al del año anterior, menos la parte de ese *stock* que ha llegado al final de su vida activa (reflejado en las tasas de reposición), más la formación bruta de capital fijo del año en curso, menos el consumo de capital fijo o depreciación. Asimismo, se supone que las tasas de reposición y de depreciación de los países para los que no se dispone de datos son iguales a las tasas medias observadas en los países donde sí están disponibles². Puesto que la serie resultante para la zona del euro se refiere al conjunto de la economía, la segunda etapa consiste en estimar la parte del *stock* de capital inmobiliario propiedad de los hogares, bajo el supuesto de que la media ponderada de la participación de los hogares en el *stock* de capital del conjunto de la economía de los países cuyos datos están disponibles es la misma que en los países que carecen de datos. Una tercera etapa reside en la estimación del valor de los terrenos subyacentes a las viviendas, nuevamente mediante la aplicación a los países sin datos de la media ponderada de la participación de la riqueza inmobiliaria de los hogares en el *stock* de capital inmobiliario de los países cuyos datos sí están disponibles. Las estimaciones finales también tienen en cuenta los efectos de las revalorizaciones al objeto de reflejar las variaciones de los precios del *stock* de capital inmobiliario.

1 El programa revisado de transmisión de la información contemplado en el Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo, relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad, con entrada en vigor prevista para el 2007, establece la transmisión obligatoria por parte de los institutos nacionales de estadística de los datos sobre viviendas propiedad de los hogares, aunque continuará siendo voluntaria la remisión de datos sobre terrenos. Una vez disponibles, estos nuevos datos se utilizarán con el fin de avanzar en la calidad de las estadísticas de riqueza inmobiliaria de la zona del euro.

2 Esta metodología se ha aplicado previamente a la estimación de datos del stock de capital de la zona del euro a precios constantes. Véase el recuadro titulado «Estimaciones del stock de capital de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2006.

3 Los datos nacionales anteriores a 1999 se agregan mediante los tipos de conversión fijos del euro.

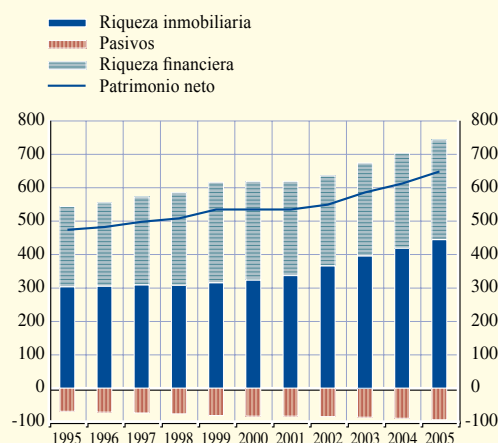
Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares

El gráfico A ilustra que, conforme a las estimaciones realizadas, la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro (neta de depreciación) experimentó un incremento desde 3,7 billones de euros en 1980 hasta 19,6 billones de euros en el 2003³. Este aumento implica una tasa media de crecimiento interanual del 7,6% a lo largo del período. Sin embargo, los supuestos anteriormente mencionados sugieren que el grado de incertidumbre de las estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro es más elevado que el de otras estadísticas de la zona, básicamente como consecuencia de la mayor incertidumbre relativa de los propios datos nacionales utilizados en estas estimaciones frente a los de otras estadísticas nacionales, derivada a su vez, entre otros factores, de la menor calidad de las estadísticas de precios de la vivienda (en algunos países, los precios de la vivienda constituyen un determinante fundamental del crecimiento de la riqueza inmobiliaria). Con todo, el conjunto de análisis de sensibilidad realizados indica que las estimaciones de las tasas de crecimiento de la riqueza inmobiliaria de los hogares resultan suficientemente robustas ante modificaciones de los supuestos subyacentes.

El gráfico B muestra las tasas de crecimiento interanual de la riqueza inmobiliaria de los hogares y de los precios de la vivienda en la zona del euro. Dado que sólo se cuenta con cifras nacionales de riqueza inmobiliaria de los hogares hasta el 2003, los datos correspondientes a los años más recientes se han estimado a partir de una relación econométrica histórica entre, por un lado, la riqueza inmobiliaria y, por otro lado, los precios de la vivienda y la inversión neta en vivienda, al disponerse de datos de estas últimas variables hasta el 2005. En consecuencia, las estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares para el período 2004-2005 deberían tomarse con cautela. Básicamente, el gráfico indica que la riqueza inmobiliaria de la zona del euro ha experimentado dos ciclos, con ritmos de crecimiento máximos en el período 1989-1990 y posiblemente en el 2002. Asimismo, el gráfico muestra que las variaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares han seguido muy de cerca la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro. Esta relación no resulta sorprendente, puesto que las variaciones de los precios de la vivienda afectan al valor del *stock* existente de vivienda, y los flujos de inversión en vivienda y de depreciación son bastante pequeños en relación con el *stock* total de vivienda. No obstante, una medida del valor de la riqueza inmobiliaria presenta la ventaja de ofrecer información sobre la evolución del nivel de riqueza inmobiliaria, una variable muy necesaria por diversos motivos analíticos.

Gráfico C Patrimonio neto de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos de riqueza financiera y pasivos correspondientes al 2005 se basan en estimaciones.

3 Los datos nacionales anteriores a 1999 se agregan mediante los tipos de conversión fijos del euro.

Estimaciones del patrimonio neto de los hogares

El gráfico C ilustra la evolución del patrimonio neto de los hogares (es decir, la suma de la riqueza inmobiliaria y financiera de los hogares, neta de pasivos) en porcentaje de la renta bruta disponible de la zona del euro durante el período comprendido entre 1995 y 2005 (el período para el que se dispone de datos de riqueza financiera de los hogares)⁴. Puede apreciarse que el volumen total de activos menos pasivos de los hogares de la zona del euro experimentó un crecimiento relativamente estable en porcentaje de la renta disponible durante la segunda mitad de los años noventa, ascendiendo a un 535% de la renta disponible en el año 2000. El incremento del patrimonio neto de los hogares durante el citado período principalmente obedeció a la evolución favorable de los mercados bursátiles y al consiguiente aumento de la riqueza financiera de los hogares, mientras que su riqueza inmobiliaria se mantuvo básicamente estable en relación con la renta disponible hasta 1998. Con posterioridad, el patrimonio neto de los hogares de la zona del euro ha experimentado un avance notable, hasta alcanzar un nivel próximo al 650% de la renta disponible en el 2005. En gran medida, esta evolución refleja el fuerte dinamismo del mercado de la vivienda y la intensa subida de los precios de ésta observados en los siete últimos años, induciendo un aumento sustancial de la riqueza inmobiliaria de los hogares, desde un 310% de la renta disponible en 1998 hasta alrededor del 445% en el 2005. El endeudamiento de los hogares de la zona del euro ha crecido también a un ritmo relativamente estable a partir de 1995, pero significativamente inferior al de su riqueza inmobiliaria y financiera. No obstante, resulta necesario señalar la desigual distribución por hogares de sus activos y pasivos.

En suma, las nuevas estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro elaboradas por el BCE contribuyen a subsanar una carencia estadística con repercusiones sobre los análisis y las proyecciones de carácter económico y financiero. Las estimaciones sugieren un fuerte aumento de la riqueza inmobiliaria a partir de 1998, en consonancia con el dinamismo del mercado de la vivienda observado en numerosas regiones de la zona del euro. A la hora de analizar las consecuencias de estos aumentos —por ejemplo, en términos de las ratios de endeudamiento en relación con la riqueza—, debería tenerse en cuenta el mayor grado de incertidumbre relativo de las nuevas series de riqueza inmobiliaria de los hogares frente al de otras estadísticas de la zona del euro, así como las perspectivas futuras de mejora de la calidad de aquéllas conforme se disponga de estimaciones nacionales más numerosas y precisas⁵.

4 Las cuentas nacionales no consideran como inversión las compras de bienes de consumo duradero efectuadas por los hogares, por lo que, en ese marco, no han sido incluidas dentro de las estimaciones de riqueza total de los hogares. Con respecto a las cifras de renta bruta disponible de los hogares (que es la suma de la renta neta disponible y el consumo de capital fijo) y de otras cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y administraciones públicas), véase la nota de prensa del BCE «Primera edición de las cuentas de los sectores institucionales de la zona del euro» fechada el 31 de mayo de 2006.

5 Las nuevas series temporales de riqueza inmobiliaria se encuentran disponibles en el sitio web del BCE (dentro del apartado *Statistical Data Warehouse*).

3 PRECIOS Y COSTES

Tras un período caracterizado por importantes descensos de las tasas de inflación, impulsados por la reducción de los precios del petróleo, se estima que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha vuelto a repuntar, hasta situarse en el 1,8% en noviembre. En estos momentos, los datos de precios industriales sugieren que siguen existiendo algunas presiones alcistas sobre los precios a lo largo de la cadena de producción, como resultado de los anteriores incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas. Por otro lado, según los últimos indicadores, las presiones internas sobre los precios, incluidas las procedentes del mercado de trabajo, han sido moderadas. De cara al futuro, como consecuencia del aumento de los impuestos indirectos, es probable que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro vuelva a elevarse en enero del 2007. Según las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC oscilará en torno al 2% en los próximos años. Estas perspectivas de evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas. En particular, la mejora de la situación en los mercados de trabajo podría generar presiones salariales bastante más elevadas de lo previsto.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE NOVIEMBRE DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC repuntó hasta el 1,8% en noviembre, desde el 1,6% de octubre (véase cuadro 6). Aunque no se publicará el detalle del IAPC hasta mediados de diciembre, es probable que el aumento de la tasa de inflación interanual refleje, en gran parte, un efecto de base desfavorable relacionado con el descenso de los precios de la energía registrado tras el paso de huracanes Katrina y Rita en el 2005.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA OCTUBRE DEL 2006

El aumento de la inflación medida por el IAPC registrado en noviembre se produce tras un período que se caracterizó por importantes descensos de las tasas de inflación a partir de julio del 2006 (véase gráfico 34). Estos descensos fueron resultado, principalmente, de la caída de los precios del petróleo y de los componentes energéticos estrechamente ligados a esta materia prima. La inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue disminuyendo con respecto al 2,4% de julio del 2006, hasta alcanzar un mínimo del 1,6% en octubre. La inversión de la anterior contribución directa alcista de los precios del petróleo ha reducido la brecha entre la tasa de variación interanual del IAPC general y la del IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, que se ha mantenido prácticamente estable desde el segundo trimestre del 2006.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2006 Jun	2006 Jul	2006 Ago	2006 Sep	2006 Oct	2006 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,8
Energía	4,5	10,1	11,0	9,5	8,1	1,5	-0,5	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	2,1	3,2	3,9	4,6	4,2	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,2	2,3	2,2	1,8	2,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	.
Servicios	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,1	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,3	4,1	5,8	6,0	5,7	4,6	4,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	55,4	58,8	57,8	50,3	47,6	46,7
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	22,0	26,7	26,8	26,4	28,7	22,9

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

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

La evolución reciente confirma la observación de que las fluctuaciones de la inflación en los precios de la energía pueden desempeñar un papel importante para determinar el nivel exacto de la inflación medida por el IAPC general a corto plazo. Los componentes energéticos con un elevado contenido de petróleo volvieron a reducir los precios de la energía en octubre 2006: los precios de la gasolina disminuyeron un 7,2%, en tasa interanual, y los precios de los combustibles líquidos descendieron un 5,5%. Estas reducciones de los precios de consumo son más pronunciadas de lo que podría esperarse normalmente de la mera evolución de los precios del petróleo. Tal y como se explica con más detalle en el recuadro 5 del Boletín Mensual de noviembre del 2006, titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», la disminución del margen del refino, es decir, el diferencial entre el precio del petróleo y el del refino de gasolina, puede haber contribuido a esta evolución.

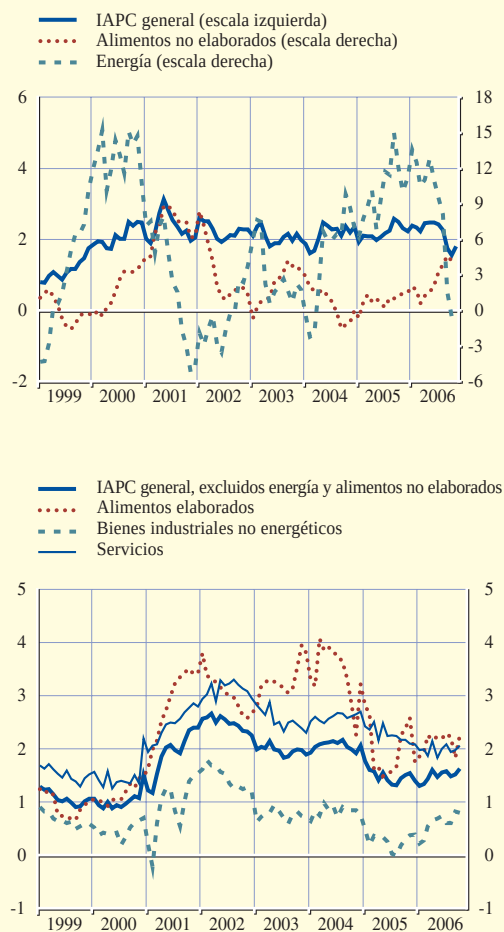
La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados descendió ligeramente en octubre 2006, por primera vez desde marzo. En los últimos meses, esta tasa se ha mantenido en niveles elevados, debido, en parte, a las condiciones meteorológicas del verano, que redujeron el suministro de frutas y hortalizas en relación con la demanda.

Considerando la evolución pasada a lo largo de un período de tiempo más prolongado, los datos de contabilidad nacional confirman que las tasas de inflación registradas desde mediados del 2004 hasta el segundo trimestre del 2006 fueron reflejo, en gran medida, de las presiones externas sobre los costes, como las generadas por la subida de los precios del petróleo, mientras que las presiones internas sobre los precios fueron más moderadas (véase el recuadro 6, titulado «Utilización de los datos de contabilidad nacional para evaluar las presiones sobre los precios de la zona del euro»).

Los datos más recientes sobre el IAPC sugieren que se ha mantenido la contención de las presiones internas sobre los precios. En particular, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, ha permanecido bastante estable en el período de seis meses transcurrido hasta octubre del 2006. Esta evolución refleja ligeras fluctuaciones de las tasas de inflación de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios, así como un incremento muy gradual de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. Este incremento sugiere que, hasta el momento, las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas no se han trasladado de forma significativa a los precios de consumo. El leve aumento de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, hasta el 1,6%, observado en octubre, fue resultado de una inflación ligeramente más alta en los precios de los alimentos elaborados y de los servicios, mientras que la tasa de variación interanual

Gráfico 34 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de los precios de los bienes industriales no energéticos no experimentó cambios. La elevación de la inflación en los precios de los alimentos elaborados registrada en octubre fue consecuencia, fundamentalmente, de la subida de los precios del tabaco llevada a cabo en Alemania, en previsión del aumento del IVA contemplado para enero del 2007. A su vez, el incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios fue reflejo de un menor descenso del precio de los equipos y servicios de comunicaciones.

Recuadro 6

UTILIZACIÓN DE LOS DATOS DE CONTABILIDAD NACIONAL PARA EVALUAR LAS PRESIONES SOBRE LOS PRECIOS EN LA ZONA DEL EURO

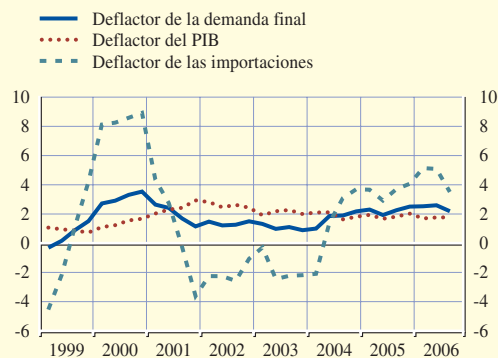
La evaluación de las presiones sobre los precios en la economía de la zona del euro es uno de los objetivos básicos del análisis coyuntural que realiza el BCE. Una parte importante de este análisis es la relativa a las variables de precios y costes. Se utiliza habitualmente información procedente de distintos fuentes, como índices de precios industriales y de consumo, datos de costes laborales, precios de las materias primas y datos de encuestas. Los datos de contabilidad nacional aportan también una información valiosa para esta evaluación. En el presente recuadro se analizan los datos de precios y costes de la contabilidad nacional y se evalúan las señales que proporcionan respecto a las presiones sobre los precios existentes en la zona del euro.

El marco de precios y costes de la contabilidad nacional

A los efectos del análisis, los datos de contabilidad nacional pueden desglosarse de varias maneras. Examinando el deflactor de la demanda final, que es el indicador que engloba a todos los demás, se pueden evaluar las presiones externas sobre los precios a partir del deflactor de las importaciones, y las presiones internas a partir del deflactor del PIB (véase gráfico A). El deflactor de la demanda final puede desglosarse también con más detalle entre los componentes del gasto, como los deflatores del consumo privado (similar al IAPC, aunque con algunas diferencias, como la inclusión del gasto en vivienda propia), de la inversión y del consumo público. El PIB puede desglosarse entre los distintos componentes de la renta, a partir de los cuales se puede obtener información sobre la evolución de las presiones internas sobre los precios, desagregadas entre remuneración, excedente bruto de explotación o beneficio, e impuestos menos subvenciones sobre la

Gráfico A Deflatores de la demanda final, del PIB y de las importaciones

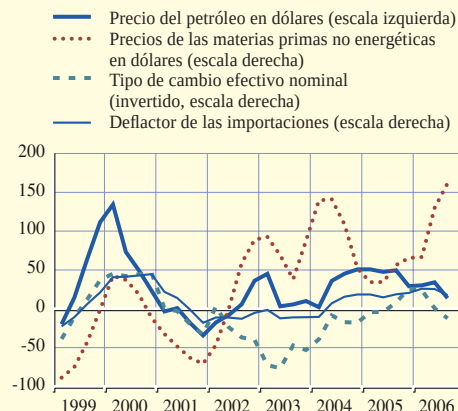
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



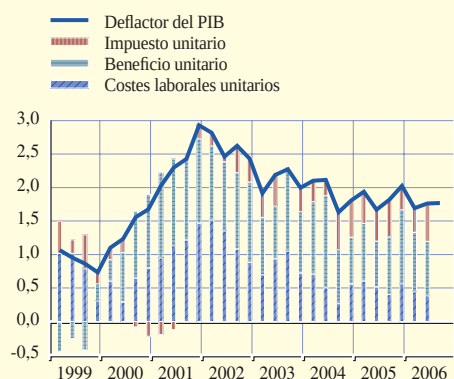
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Precios de las materias primas, tipo de cambio y deflactor de las importaciones

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



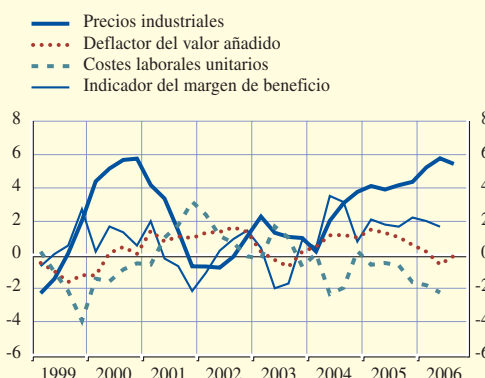
Fuentes: BCE, Eurostat, HWWA, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico C Detalle del deflactor del PIB(tasas de variación interanual y puntos porcentuales;
datos trimestrales)

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Precios industriales y detalle del deflactor del valor añadido del sector industrial

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Industria, excluida la construcción.

producción y las importaciones. Dado que el deflactor del PIB mide el «precio» del valor añadido total por unidad de producto¹, puede desglosarse entre costes laborales unitarios, excedente bruto de explotación (o beneficio) por unidad de producto e impuestos indirectos netos por unidad de producto. Alternativamente, se pueden considerar los beneficios como un margen sobre los costes laborales. Por último, los datos de contabilidad nacional proporcionan también información sobre la evolución de los costes en los distintos sectores y actividades de la economía.

Dado que los datos de contabilidad nacional reflejan de forma exhaustiva numerosos aspectos económicos, los expertos del Eurosistema los utilizan para elaborar sus proyecciones. Sin embargo, el uso de estos datos presenta algunos inconvenientes, como el hecho de que sólo se publican con periodicidad trimestral y con un importante retraso (por ejemplo, los datos de contabilidad nacional de la zona del euro desde la óptica de la renta para el tercer trimestre del 2006 no se publicarán antes de mediados de enero del 2007). Además, los datos de contabilidad nacional pueden sufrir revisiones posteriores, lo que añade incertidumbre a su evaluación en tiempo real. Por otra parte, para calcular la deflación se necesita disponer de fuentes estadísticas primarias, como las estadísticas de precios industriales y de consumo, por lo que las posibles deficiencias que puedan presentar las estadísticas de precios existentes se reflejan también en los deflatores de las cuentas nacionales (por ejemplo, brechas en las estadísticas de precios de los servicios prestados a las empresas y del comercio exterior).

Evolución reciente de las presiones externas e internas sobre los precios

Por lo que se refiere a la evolución reciente, los gráficos A y B dan una idea de la magnitud de las presiones externas sobre los precios existentes en la zona del euro. El deflactor de las importaciones ha crecido notablemente en los últimos años, apuntando a una acumulación significativa de las presiones externas sobre los precios. Aunque el deflactor de las importaciones incluye el comercio externo e interno de la zona del euro, el gráfico C muestra claramente que gran parte de este aumento fue determinado por la

1 El valor añadido se calcula deduciendo los consumos intermedios del producto bruto. Para calcular el «precio» por unidad de valor añadido se necesita disponer de los datos de valor añadido en términos reales y nominales. Dado que el valor añadido en términos reales no se observa en la realidad, en muchos casos se calcula utilizando el método denominado de doble deflación, según el cual el valor añadido bruto en términos reales se mide deduciendo los consumos intermedios a precios constantes del producto a precios constantes.

subida de los precios del petróleo. La reducción de los precios del crudo y la apreciación del euro observadas recientemente han contribuido a rebajar estas presiones. No obstante, el fuerte aumento de los precios de importación de otros bienes, como las materias primas distintas del petróleo, especialmente las materias primas industriales, ha seguido generando presiones externas en el segundo trimestre del 2006.

En contraste con las presiones externas sobre los precios, las presiones internas, que se reflejan en la tasa de variación interanual del deflactor del valor añadido del PIB, se han mantenido en una senda más moderada en los últimos años, situándose en torno al 2% desde el 2004, tras alcanzar el 3% a finales del 2001. Sin embargo, como muestra el gráfico C, los distintos componentes del deflactor del PIB han experimentado una evolución bastante divergente. En particular, la contribución del crecimiento de los costes laborales unitarios ha disminuido considerablemente desde el 2002, hasta situarse en torno a 0,5 puntos porcentuales en el segundo trimestre del 2006. Este descenso refleja una evolución salarial generalmente moderada, en el contexto de una elevada tasa de desempleo y de una mayor competencia mundial. Más recientemente, una mejora cíclica de la productividad del trabajo ha contribuido también a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios. Por el contrario, la contribución de los impuestos indirectos unitarios ha crecido con el tiempo, mientras que la de los beneficios unitarios se ha mantenido prácticamente estable en torno a 0,9 puntos porcentuales. En promedio, los productores han podido seguir obteniendo mayores beneficios, pese a las fuertes presiones sobre los costes no laborales de los bienes intermedios y a la mayor competencia internacional.

Evolución por sectores

La fortaleza de los beneficios es particularmente evidente si se observa la evolución del sector industrial, excluida la construcción. El gráfico D ilustra la evolución de los precios industriales y del deflactor del valor añadido del sector industrial (y su desglose entre los costes laborales unitarios y el indicador del margen de beneficio sobre los costes laborales unitarios)². La marcada diferencia entre la evolución de los precios indus-

2 Debido a la falta de información sectorial relativa a los impuestos (menos subvenciones) sobre la producción no relacionada con los productos, se utiliza aquí un indicador del margen de beneficio, en el que el margen se aproxima por la diferencia entre las tasas de variación del deflactor del valor añadido bruto (a precios básicos) y los costes laborales unitarios.

Detalle del deflactor del valor añadido

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales; datos anuales)

	Total de la economía			Industria			Servicios		
	Deflactor del valor añadido	Costes laborales unitarios	Indicador del margen de beneficio	Deflactor del valor añadido	Costes laborales unitarios	Indicador del margen de beneficio	Deflactor del valor añadido	Costes laborales unitarios	Indicador del margen de beneficio
1999	0,7	1,8	-1,1	-1,1	-1,8	0,7	1,5	3,4	-1,9
2000	1,4	1,1	0,4	-0,2	-1,1	0,9	1,8	1,7	0,1
2001	2,6	2,3	0,3	1,1	1,3	-0,3	2,9	2,6	0,3
2002	2,6	2,4	0,2	1,4	1,0	0,4	3,0	2,8	0,1
2003	2,1	1,8	0,3	-0,2	0,4	-0,6	2,6	2,0	0,6
2004	1,7	0,9	0,8	1,0	-1,0	2,0	2,0	1,7	0,2
2005	1,6	1,0	0,6	1,1	-0,8	2,0	1,7	1,2	0,5
20061 S ¹⁾	1,4	0,9	0,5	-0,2	-2,0	1,9	1,5	1,6	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Industria, excluida la construcción. Debido a la falta de información sectorial relativa a los impuestos (menos subvenciones) sobre la producción no relacionada con los productos, se utiliza aquí un indicador del margen de beneficio, en el que el margen se aproxima por la diferencia entre las tasas de variación del deflactor del valor añadido bruto (a precios básicos) y los costes laborales unitarios.

1) Sólo se dispone actualmente de datos completos de contabilidad nacional (es decir, incluidas las rentas) para el primer semestre del 2006.

triales y el deflactor del valor añadido se debe, fundamentalmente, al incremento de los costes de los bienes intermedios³. El hecho de que estos aumentos no hayan sido trasladados en su totalidad a los precios industriales ha influido en los márgenes de beneficio, aunque en distinta medida a lo largo de la cadena de producción, y la tasa de crecimiento del deflactor del valor añadido en el sector industrial se ha reducido. Además, los costes laborales unitarios han disminuido, contribuyendo así a compensar las presiones alcistas de los costes no laborales de los bienes intermedios sobre los precios. Ello ha permitido a las empresas mantener, en general, sus márgenes de beneficio³. Sin embargo, si los costes laborales unitarios crecieran, como ocurrió entre el 2000 y el 2002, los costes de los bienes intermedios de las empresas se verían sometidos a nuevas presiones.

El crecimiento de los costes laborales unitarios ha disminuido también en el sector servicios desde el 2002, como puede apreciarse en el cuadro, que muestra la evolución de los deflactores del valor añadido y su desglose entre los sectores industrial y de servicios desde el año 1999. Sin embargo, el crecimiento de los costes laborales unitarios en el sector servicios tiende a ser, en promedio, más elevado, en comparación con el del sector industrial, reflejando principalmente un menor crecimiento de la productividad del trabajo en el sector servicios. Si bien el indicador del margen de beneficio no presenta diferencias tan sistemáticas entre industria y servicios, estas disparidades han tendido a ser, en promedio, más volátiles y más acentuadas en el sector industrial. Esta mayor volatilidad refleja, entre otros factores, la evolución más cíclica de este sector y su mayor exposición a las fluctuaciones de los precios exteriores, especialmente de los precios de las materias primas.

En conjunto, los datos de contabilidad nacional proporcionan una valiosa información sobre la evolución de los precios y costes de la zona del euro, para el total de la economía y de forma más desagregada. En las circunstancias actuales, el análisis de las presiones internas sobre los costes muestra que, aunque el crecimiento de los costes laborales unitarios es reducido, la contención de las presiones internas sobre los precios es resultado de las medidas oficiales y de la evolución de los beneficios. Asimismo, el análisis señala que se ha venido observando un repunte sostenido de las presiones externas sobre los costes en los últimos años.

3 Los precios industriales miden los precios brutos de producción, mientras que el deflactor del valor añadido mide solamente el precio del valor añadido (es decir, la diferencia entre los precios brutos de producción y los precios de los consumos intermedios). Así pues, un aumento de los costes de los consumos intermedios, que se traslada en su totalidad, da lugar a un incremento de los precios brutos de producción, aunque no del deflactor del valor añadido.

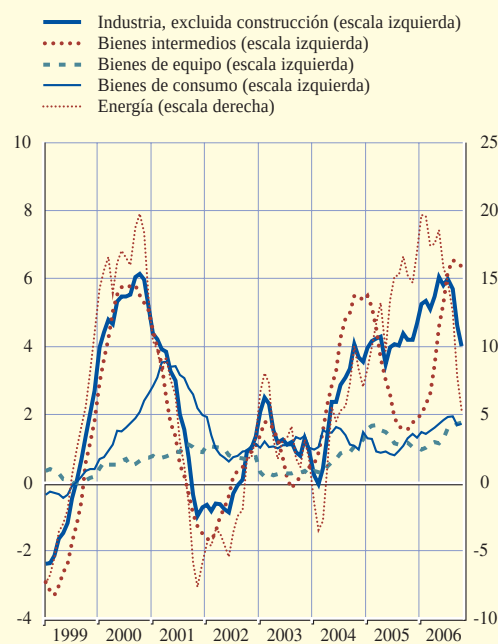
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Aunque la disminución de los precios de la energía ha hecho descender también la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales en los últimos meses, la elevada inflación en los precios industriales observada en los sectores no energéticos sigue apuntando a presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, volvió a disminuir, hasta el 4% en octubre del 2006, desde el 6% de julio, como consecuencia del descenso de los precios de la energía (véase gráfico 35). Durante el mismo período, la inflación en los precios industriales de los sectores no energéticos se mantuvo prácticamente estable en un nivel elevado, tras crecer de forma acusada con respecto a los reducidos niveles registrados a comienzos del año. La inflación en los precios industriales fue particularmente dinámica en el sector de los bienes intermedios en el segundo semestre del 2006, como resultado de las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas. En comparación, las tasas de variación interanual de los precios industriales en los sectores de bienes de equipo y de consumo fueron más moderadas. Sin embargo, la inflación en los precios industriales del sector de bienes de consumo ha ido aumentando desde mediados del 2005, debido a los efectos indirectos de los anteriores incrementos de los precios de las materias primas.

Los indicadores de precios de las encuestas, recogidos por NTC Economics, apuntan a cierta reducción de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios desde mediados del 2006. Sin embargo, en noviembre los índices de precios de los bienes intermedios de ambos sectores siguen

Gráfico 35 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 36 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.

señalando presiones alcistas sobre los precios de las empresas (véase gráfico 36). Es probable que la moderación de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios haya estado estrechamente relacionada con la disminución de los precios de la energía, mientras que, al mismo tiempo, la elevación de los precios de otras materias primas haya contribuido a generar presiones alcistas. El reciente descenso de los indicadores de precios de los bienes intermedios ha estado acompañado por una reducción de los respectivos indicadores de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios.

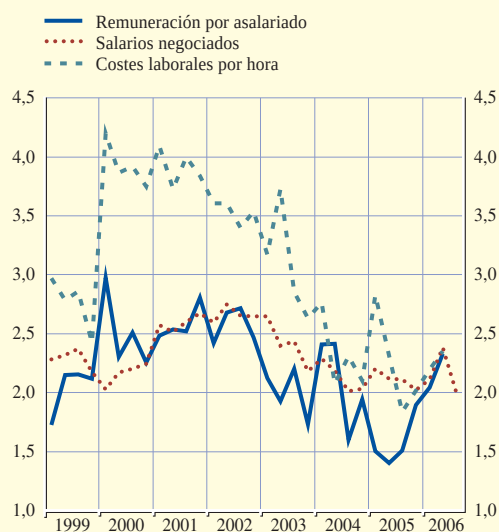
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Tras la contención observada en el 2005, el crecimiento salarial ha repuntado ligeramente en el 2006, aunque sigue siendo moderado. Los datos de crecimiento de los salarios negociados correspondientes al tercer trimestre del 2006 confirman que parte del aumento registrado en el segundo trimestre habrá sido, probablemente, transitorio. En efecto, el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro descendió al 2% en el tercer trimestre, tras repuntar temporalmente hasta el 2,4% en el segundo trimestre (véanse cuadro 7 y gráfico 37). El impacto de unos pagos extraordinarios incluidos en los convenios colectivos ha sido uno de los factores determinantes de este patrón, elevando la tasa de crecimiento en el segundo trimestre y volviendo a bajarla en el tercero. Por consiguiente, los últimos datos no apuntan a un incremento del crecimiento tendencial de los salarios en el tercer trimestre, aunque este resultado ha de ser confirmado por otros indicadores de costes laborales.

En general, los costes laborales han contribuido a la contención de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En particular, la reciente mejora de la situación del mercado de trabajo no parece haber generado, hasta el momento, importantes presiones al alza sobre los salarios. Además, la combinación de un moderado crecimiento salarial y del aumento cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo ha contribuido a contener el crecimiento

Gráfico 37 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



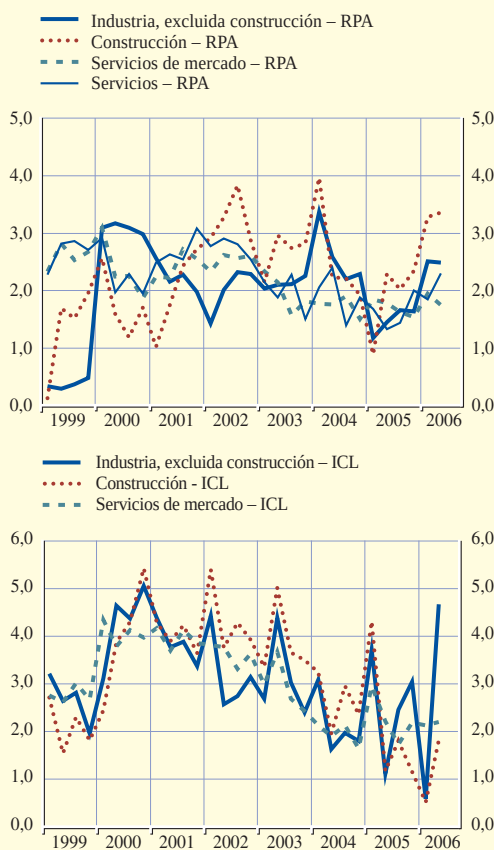
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de los costes laborales unitarios, que permaneció estable, en tasa interanual, en el 0,8% en el segundo trimestre del 2006, manteniéndose, hasta la fecha, muy por debajo de los niveles registrados entre el 2001 y el 2003 (véase también el recuadro 6, titulado «Utilización de los datos de contabilidad nacional para evaluar las presiones sobre los precios de la zona del euro»). Sin embargo, la mejora de la situación del mercado de trabajo podría originar presiones salariales mucho más elevadas de lo previsto.

Por lo que se refiere a la evolución de los costes laborales por sectores, los datos disponibles para el primer semestre del 2006 sugieren un crecimiento salarial ligeramente más dinámico y volátil en los sectores industriales que en los sectores de servicios (véase gráfico 38).

Gráfico 38 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales por hora.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DE LA ZONA DEL EURO

La ligera moderación del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales parece haber perdurado en el primer semestre del 2006, aunque el ritmo de crecimiento sigue siendo alto. Se estima que la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro ha disminuido hasta el 6,8% en el primer semestre del 2006, desde el 7,3% del segundo semestre del 2005 y el 7,6% para el conjunto del año 2005. La estimación de la cifra relativa a la zona del euro para el primer semestre del 2006 se basa en datos parciales y provisionales de algunos países de la zona, por lo que puede estar sujeta a futuras revisiones.

A medio plazo, el dinamismo actual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro refleja, en particular, el aumento de la renta real disponible y el vigoroso crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Sin embargo, el menor crecimiento de los precios de la vivienda observado desde el segundo semestre del 2005 podría ser indicativo de una normalización, ante la elevación del endeudamiento hipotecario. Además, los datos nacionales provisionales sugieren que el crecimiento de los precios de la vivienda se ha reducido en mayor medida en los países en los que ha sido particularmente intenso en el pasado.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro vuelva a elevarse en enero del 2007, debido, en gran parte, al impacto del aumento del IVA en Alemania. A corto plazo, el nivel exacto de la inflación medida por el IAPC dependerá, principalmente, de las posibles fluctuaciones de los precios de la energía. De cara al 2007, es probable que los efectos de base de las anteriores fuertes oscilaciones de los precios energéticos den lugar a un perfil relativamente desigual de la inflación de un mes a otro. Por lo que se refiere a las presiones inflacionistas subyacentes, los datos de precios industriales a lo largo de la cadena de producción sugieren que algunas presiones alcistas de los anteriores incrementos de los precios de las materias primas han de transmitirse todavía a los precios de consumo finales. Al mismo tiempo, se espera que las presiones salariales crezcan sólo gradualmente, en el contexto de una permanente e intensa competencia internacional. Sin embargo, la mejora de la situación del mercado de trabajo podría originar presiones salariales mucho más elevadas de lo previsto. Según las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, la inflación interanual medida por el IAPC se situará entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007, y entre el 1,3% y el 2,5% en el 2008. Para más información sobre este tema, véase el capítulo 6, titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».

Estas perspectivas de evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados, en particular, con una mayor transmisión de lo previsto de los anteriores aumentos de los precios del petróleo, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y con incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos mayores de los anunciados y decididos hasta el momento. Sobre todo, en el contexto del crecimiento del PIB real observado en los últimos trimestres y de las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo, la evolución salarial podría ser menos moderada de lo previsto. Así pues, es fundamental que los interlocutores sociales sigan atendiendo a sus responsabilidades. Los acuerdos salariales deberían tener en cuenta la evolución de la productividad en relación con el nivel de desempleo todavía elevado y con la competitividad en términos de precios. También es importante que los acuerdos salariales eviten incluir mecanismos automáticos de indicación basada en la evolución pasada de la inflación.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La primera estimación de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre del 2006 confirmó que la economía de la zona había registrado una fuerte expansión, aunque a un ritmo menor que el observado en el primer semestre del año. El crecimiento en el tercer trimestre fue generalizado en todos los sectores, impulsado por la demanda interna. Parece, además, que la situación del mercado de trabajo siguió mejorando. Los indicadores procedentes de las encuestas apuntan a la continuidad de la expansión en el cuarto trimestre del año, prácticamente en línea con la tasa de crecimiento del tercer trimestre y basada tanto en factores externos como internos. En el largo plazo, persisten las condiciones para que la zona del euro crezca a un ritmo sólido en torno a su potencial, como se recoge también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Sin embargo, estas perspectivas siguen estando sometidas a riesgos a la baja, relacionados, principalmente, con un posible repunte de los precios del petróleo, una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales y presiones proteccionistas.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

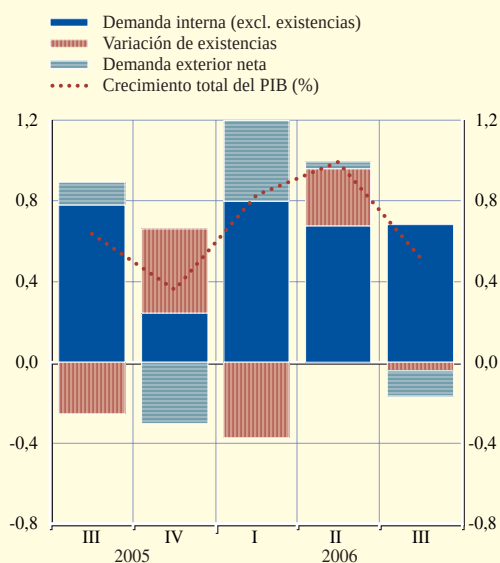
La primera estimación de Eurostat sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre del 2006 confirmó que la economía de la zona había registrado una fuerte expansión, aunque a un ritmo menor que el observado en el primer semestre del año. Según la primera estimación de la contabilidad nacional realizada por Eurostat, el PIB real de la zona del euro avanzó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2006 (véase gráfico 39), frente a la tasa de crecimiento intertrimestral del 1% del segundo trimestre (cifra revisada al alza desde el 0,9%). En términos interanuales, el PIB de la zona del euro creció un 2,7% en el tercer trimestre, ligeramente por debajo del 2,8% registrado en el trimestre anterior. El motor de la actividad económica en el tercer trimestre fue la demanda interna (excluidas las existencias), cuya contribución al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,7 puntos porcentuales.

En términos de la composición del gasto, la tasa de crecimiento de la inversión se desaceleró hasta el 0,8% en el tercer trimestre, desde el 2,3% del segundo trimestre. Esta desaceleración debe considerarse como una normalización después de la muy elevada tasa de crecimiento observada en el segundo trimestre. La dinámica subyacente de la inversión sigue siendo intensa. El crecimiento del consumo privado experimentó un fuerte incremento del 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, por encima del 0,3% registrado en el segundo trimestre, pero ligeramente por debajo del nivel del 0,7% alcanzado en el primer trimestre. El consumo público también experimentó un avance muy importante, del 0,8% en tasa intertrimestral, considerablemente por encima del 0,1% del segundo trimestre. A consecuencia de estos cambios en la composición del crecimiento, se observa que la demanda interna se ha comportado de forma más uniforme en sus principales componentes.

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB fue modera-

Gráfico 39 Crecimiento del PIB real y contribuciones

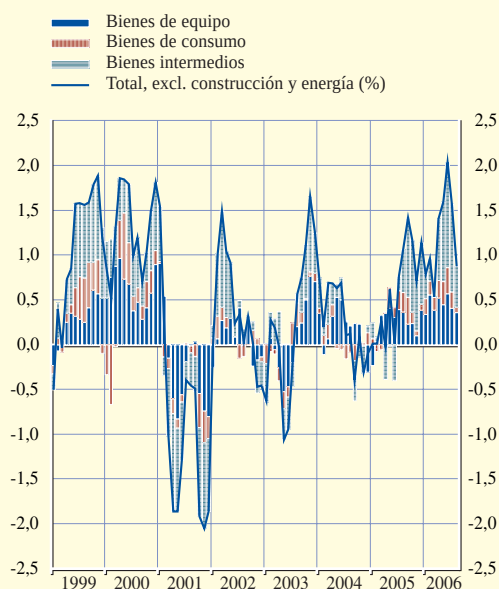
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 40 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.

damente negativa en el tercer trimestre, tras haber sido neutral en el segundo. Ello es atribuible a una expansión de las importaciones mucho mayor que la de las exportaciones, si bien ambas variables mantuvieron su solidez. La contribución de las existencias fue neutral en el tercer trimestre, en comparación con la contribución positiva del segundo trimestre.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Si se observa la composición del PIB real por ramas de actividad, el crecimiento fue generalizado en el tercer trimestre del 2006. El valor añadido en la industria, excluida la construcción, aumentó considerablemente en el tercer trimestre, aunque se desaceleró con respecto a las muy elevadas tasas registradas en el primer semestre del año. El valor añadido en la construcción también creció fuertemente en el tercer trimestre, pero se ralentizó en relación con el importante repunte observado en el segundo trimestre, que estuvo asociado a las condiciones meteorológicas. El crecimiento del valor añadido en los servicios fue más moderado, aunque se sustentó en la sólida evolución de los servicios de mercado.

La actividad industrial de la zona del euro mantuvo su dinamismo en el tercer trimestre, aunque hubo ciertas diferencias entre sus principales componentes (véase gráfico 40). La producción industrial, excluidas las existencias, se elevó un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras el crecimiento del 1,2% del segundo trimestre. La expansión del tercer trimestre es atribuible, principalmente, a los fuertes incrementos observados en la producción de bienes intermedios y de bienes de equipo. Por el contrario, la producción de bienes de consumo sólo aumentó marginalmente, lo que fue reflejo, a su vez, de la conjunción de un avance muy importante de la producción de bienes de consumo duradero y del mantenimiento del nivel de la producción de bienes de consumo no duradero.

En consonancia con la favorable evolución de la producción industrial en el tercer trimestre en su conjunto, los nuevos pedidos industriales se incrementaron un 3,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, o un 1,8%, si se excluye «otro material de transporte», que es un componente muy volátil. En general, los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido de la actividad industrial en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más lento que el observado en el segundo trimestre.

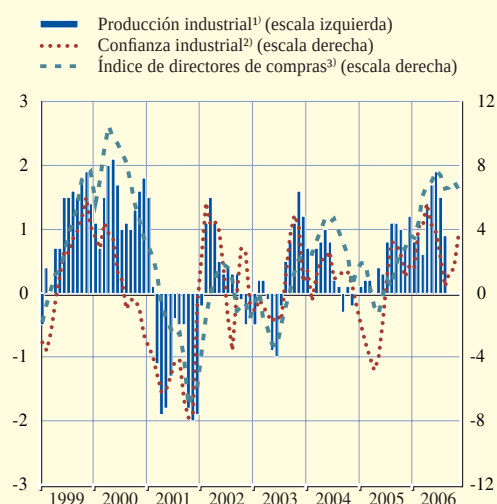
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y A LOS SERVICIOS

Los datos procedentes de las encuestas sectoriales disponibles hasta noviembre se han mantenido en niveles muy elevados, lo que señala la continuidad de un crecimiento sólido y generalizado en el cuarto trimestre del año.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registró un aumento en el período de octubre a noviembre, en relación con el tercer trimestre, mientras que el índice de directores de compras de

Gráfico 41 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.

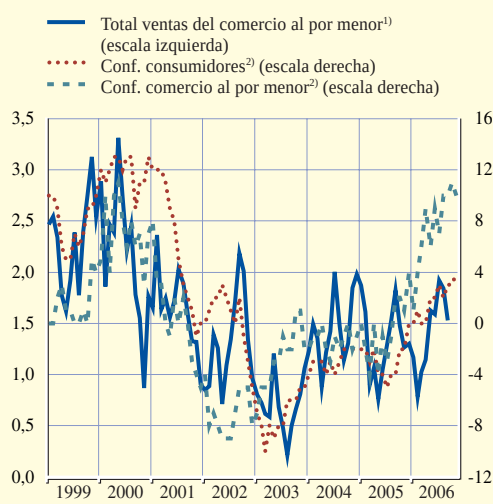
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 42 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

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

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

las manufacturas descendió de forma marginal entre estos dos períodos (véase gráfico 41). El avance del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea en el período de octubre a noviembre reflejó mejoras en el sector de bienes de equipo, en la producción de bienes intermedios y, en menor medida, en la producción de bienes de consumo. Si bien los datos del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y del índice de directores de compras ofrecen señales dispares sobre la fortaleza precisa de la dinámica del crecimiento, ambos indicadores han alcanzado niveles históricamente elevados, lo que sugiere un crecimiento intenso y sostenido de la industria durante el cuarto trimestre.

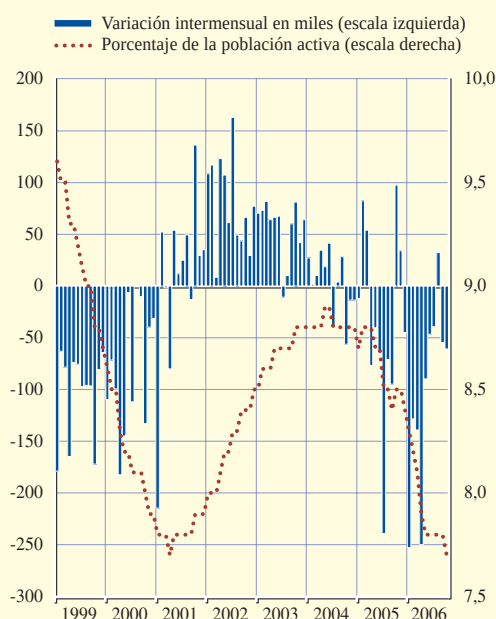
En cuanto a la información procedente de las encuestas para el sector servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea registró, en promedio, en el período de octubre a noviembre el mismo nivel observado en el tercer trimestre, que fue muy elevado. Lo anterior indica un crecimiento fuerte y sostenido en los servicios durante el cuarto trimestre, aunque probablemente a un ritmo más lento que a comienzos de año. Por el contrario, la media del indicador de actividad del índice de directores de compra de los servicios en el período de octubre a noviembre se situó por debajo del nivel alcanzado en el tercer trimestre, pero aún así se mantuvo considerablemente por encima de 50 (que es la referencia teórica del crecimiento cero). En general, la evolución reciente de los datos de las encuestas sobre los servicios en la zona del euro apunta al mantenimiento de un sólido crecimiento en este sector.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

La última información disponible indica que el crecimiento del consumo fue intenso en el tercer trimestre del 2006. Como se ha mencionado anteriormente, a lo largo de este período, y como resultado, principalmente, de la contribución de los componentes de las ventas del comercio no minorista, el consumo privado se elevó un 0,6% en tasa intertrimestral, tras el crecimiento del 0,3% del trimestre

Gráfico 43 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

anterior. El volumen de las ventas del comercio al por menor (que representan en torno al 40% del consumo privado) se incrementó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. En contraposición, las matriculaciones de automóviles (que suponen aproximadamente el 5% del consumo privado) cayeron un 2,2% en tasa intertrimestral en el mismo trimestre. Más recientemente, en términos de medias móviles de tres meses, las ventas del comercio al por menor aumentaron un 0,5% en octubre, mientras que las matriculaciones de automóviles descendieron ligeramente en el período de agosto a octubre.

En el período de octubre a noviembre, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea registró, en promedio, un valor más elevado que el nivel medio a largo plazo alcanzado en el conjunto del tercer trimestre (véase gráfico 42). Si se observan los cuatro componentes del indicador, el último incremento refleja, principalmente, mejoras en las expectativas de empleo y la valoración de la situación económica general y de la situación financiera esperada, mientras que las expectativas de ahorro se deterioraron de forma moderada.

En conjunto, los últimos datos e indicadores procedentes de encuestas apuntan a un sólido crecimiento del consumo en el cuarto trimestre del 2006.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando en el tercer trimestre del 2006. En concreto, los recientes descensos en el número de parados son indicativos del fortalecimiento de la situación de este mercado. Los últimos datos sobre las expectativas de creación de empleo también apuntan al crecimiento sostenido del empleo en el corto plazo.

DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro se redujo ligeramente en octubre del 2006, hasta el 7,7%, frente al 7,8% de septiembre (véase gráfico 43). Este es el primer descenso de la tasa de desempleo desde mayo del 2006, tras las reducciones más pronunciadas registradas a comienzos de años. El descenso de la tasa de paro fue uniforme en todos los grupos de edad. El número de parados de la zona del euro se redujo en unas 61.000 personas en octubre, tras un caída cercana a los 55.000 en septiembre (una revisión a la baja próxima a 60.000 con respecto al aumento estimado anteriormente de alrededor de 5.000). Parece que el número de desempleados ha disminuido recientemente a un ritmo más lento que durante el período comprendido entre enero y abril de este año. Ello puede deberse, en parte, a una tasa de actividad más elevada e indicaría unas mejores perspectivas para el mercado de trabajo. En este sentido, en el recuadro 7 se describe la evolución reciente de la población activa en la zona del euro y se señala, en concreto, que las

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

reformas emprendidas en los mercados de trabajo han favorecido las tasas de actividad, sobre todo de las mujeres y de los trabajadores de más edad, en los últimos años

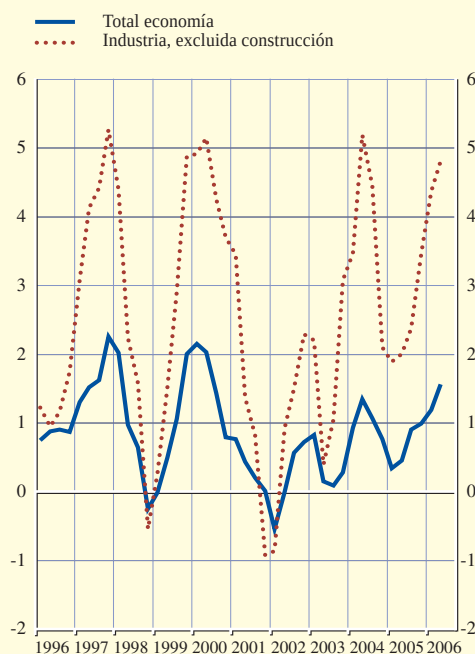
EMPLEO

Los datos de contabilidad nacional disponibles hasta el segundo trimestre indican que la creación de empleo ha ido cobrando importancia de modo bastante sostenido desde mediados del 2005. En el segundo trimestre del 2006, el empleo se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, tras el crecimiento intertrimestral del 0,3% del primer trimestre (véase cuadro 8). El aumento del empleo en el segundo trimestre fue generalizado. El crecimiento del empleo en los servicios mantuvo su solidez, tras los avances observados desde mediados del 2005, impulsado por los aumentos registrados en el subsector de servicios financieros y empresariales. La tasa intertrimestral de crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, no varió en el segundo trimestre, en contraposición con los descensos observados en los demás trimestres desde finales del 2004. El crecimiento del empleo en la construcción mantuvo su vigor por tercer trimestre consecutivo.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo alcanzó el 1,4% en el segundo trimestre del 2006, desde el 1,2% del primer trimestre (véase gráfico 44). El avance del segundo trimestre fue generalizado. El crecimiento interanual de la productividad del trabajo en la industria, excluida la construcción, llegó al 4,8%, mientras que la mejora observada en los servicios fue moderada. Los datos disponibles para el tercer trimestre apuntan a que continuará el crecimiento de la productividad, aunque se espera cierta moderación con respecto a la tasa de crecimiento registrada en el segundo trimestre.

Gráfico 44 Productividad del trabajo

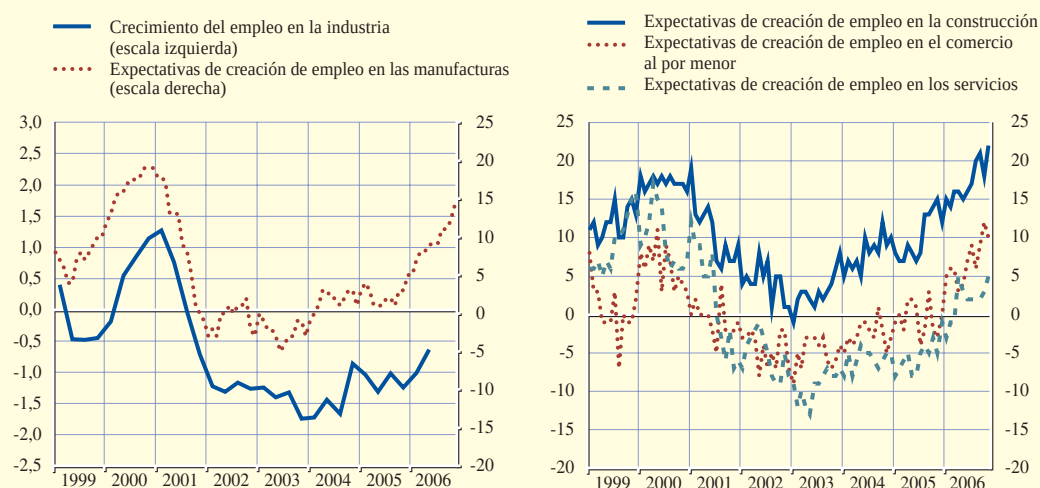
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Nota: Los saldos netos son desviaciones respecto a la media histórica.

Los datos procedentes de las encuestas sobre las expectativas de empleo siguen siendo buenos y apuntan a una mejora sostenida de la situación del mercado de trabajo en el corto plazo. Las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del indicador de empleo del índice de directores de compras de las manufacturas mejoraron durante el período de octubre a noviembre, con respecto a los niveles registrados en el conjunto del tercer trimestre. En el período de octubre a noviembre, tanto las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea como el indicador de empleo del índice de directores de compras de los servicios se situaron, en promedio, por encima del nivel registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 45).

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA POBLACIÓN ACTIVA DE LA ZONA DEL EURO

La población activa, que comprende todos los individuos que participan activamente en el mercado de trabajo (es decir, tanto los ocupados como los parados), es una variable importante para la oferta de trabajo. En su evolución influyen las tendencias demográficas de la población de la zona del euro y las decisiones relativas a la participación en el mercado de trabajo. En el largo plazo, el crecimiento de la población activa es uno de los determinantes del producto potencial. En este recuadro se describen los cambios acaecidos recientemente en la población activa de la zona del euro y los principales factores que han influido en ello.

El crecimiento de la población activa mantuvo su solidez en la última desaceleración económica

En el cuadro se muestra la evolución de la población activa de la zona del euro y los principales factores que la determinan, es decir, los cambios demográficos y las variaciones en la tasa de actividad. Los cálculos se presentan en términos de medias de cinco años. Los períodos 1981-1985, 1991-1995 y 2001-2005 son etapas de reducido crecimiento económico —el PIB real creció en torno a un 1,5%,

Población en edad de trabajar, población activa y tasa de actividad en la zona del euro

(tasas de variación interanual; en porcentaje; puntos porcentuales)

	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
Crecimiento del PIB	1,5	3,4	1,3	2,7	1,3
Crecimiento de la población en edad de trabajar	0,9	0,5	0,4	0,3	0,4
Tasa de actividad	64,1	65,5	65,3	67,5	69,8
Variación en la tasa de actividad	0,0	0,3	-0,1	0,4	0,5
Crecimiento de la población activa	0,9	1,0	0,3	1,0	1,1
Efecto del crecimiento de la población	0,9	0,6	0,2	0,3	0,4
Efecto de la tasa de actividad	0,0	0,3	0,1	0,7	0,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La tasa de actividad se define como la población activa, en porcentaje del total de la población en edad de trabajar, (es decir, a la población con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años). El efecto del crecimiento de la población y el efecto de la tasa de actividad se expresan en contribuciones al crecimiento de la población activa, en puntos porcentuales.

en promedio—, mientras que los períodos 1986-1990 y 1996-2000, en que el PIB real creció a un 2,5% o por encima de este porcentaje, corresponden a etapas con un crecimiento más elevado¹.

La población activa creció a una tasa media interanual del 1,1% entre los años 2001 y 2005, lo que supone la tasa de crecimiento más alta observada en cualquiera de los períodos de cinco años considerados desde comienzos de la década de los ochenta, que incluye períodos tanto de reducido como de elevado crecimiento económico. La distinción entre los efectos del crecimiento de la población y los de la tasa de actividad arroja cierta luz sobre los motivos del reciente crecimiento de la población activa, que ha sido inusualmente elevado. En primer lugar, la tasa de actividad, que ha mostrado en el pasado un patrón procíclico, parece haber contribuido de modo muy significativo al crecimiento de la población activa (0,7 puntos porcentuales), pese al lento crecimiento económico registrado en el período comprendido entre los años 2001 y 2005. En segundo lugar, el crecimiento de la población en edad de trabajar, que se ha caracterizado por una tendencia a la baja desde principios de la década de los ochenta, también ha contribuido significativamente al crecimiento de la población activa en el período reciente. A continuación se arroja más luz sobre estos dos factores.

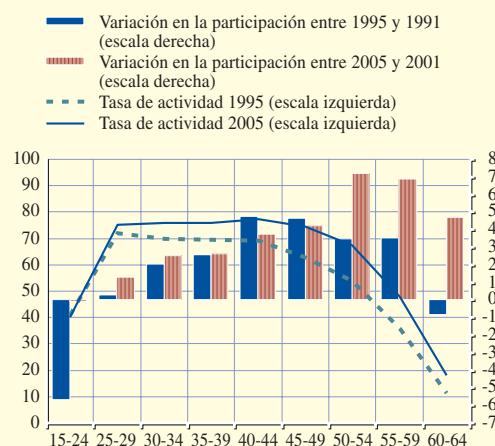
Las reformas del mercado de trabajo han favorecido las tasas de actividad

La tasa de actividad aumentó 0,5 puntos porcentuales, en promedio, cada uno de los años del período 2001-2005, en contraposición con la evolución observada en períodos de crecimiento económico igualmente débil. La principal diferencia entre la trayectoria reciente y la de comienzos de los años noventa es el comportamiento de las cohortes más jóvenes y de mayor edad de ambos sexos (véanse gráficos A y B). Si bien la tasa de actividad de la población con edades comprendidas entre 15 y 24 años se redujo notablemente en el período 1991-1995, ésta se mantuvo prácticamente inalterada en el período 2001-2005. Además, la tasa de actividad de los varones de más de 50 años, especialmente los de más de 55 años, también descendió de forma acusada en el período 1991-1995, pero creció en el período 2001-2005. En cuanto a la tasa de participación de las mujeres mayores de 50 años, en los últimos cinco años se registró un avance superior al observado en el período 1991-1995.

1 Estos períodos no se corresponden con las fechas de los ciclos económicos de expansión y recesión, pero permiten captar mejor los desfases con los que las variables del mercado de trabajo tienden a reaccionar al ciclo.

Gráfico A Participación de la población activa entre 1991-1995 y 2001-2005, mujeres

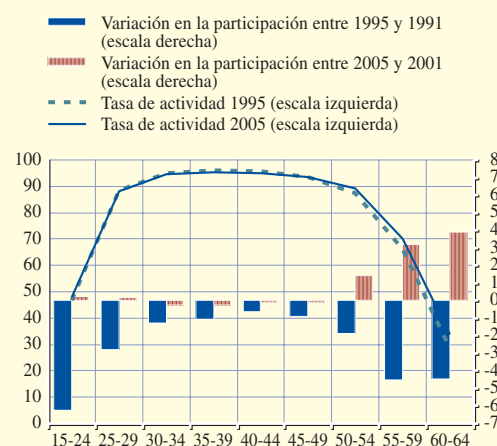
(en porcentaje y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Participación de la población activa entre 1991-1995 y 2001-2005, hombres

(en porcentaje y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El cambio de comportamiento de los trabajadores más jóvenes y de más edad está asociado, en parte, a las modificaciones del marco institucional, debidas a las reformas del mercado de trabajo emprendidas en algunos países de la zona del euro. Por ejemplo, es probable que la mayor flexibilidad a que ha dado lugar el uso más extenso de los contratos de trabajo a tiempo parcial haya tenido un efecto favorable sobre la tasa de actividad de varones y mujeres con edades comprendidas entre los 15 y los 24 años. En cuanto a los trabajadores de más edad, el descenso en la utilización de los planes de jubilación anticipada puede ser uno de los motivos del aumento de la tasa de actividad, pues ello supone un retraso de la edad de jubilación. Por último, otros cambios, incluidos los relativos a los sistemas de prestaciones por desempleo, los impuestos sobre la renta del trabajo y la protección del empleo, también han favorecido la participación de los trabajadores más jóvenes y de más edad².

La evolución de la población en edad de trabajar también ha sostenido el reciente crecimiento de la población activa

La tasa de crecimiento interanual de la población en edad de trabajar se desaceleró desde una media del 0,9%, en el período 1981-1985, hasta el 0,3%, en el período 1996-2000, mejorando ligeramente desde entonces, hasta alcanzar el 0,4%. Parece que este último incremento se explica por lo acontecido en España, sobre todo por la regularización de los trabajadores inmigrantes. De hecho, si se excluye España, el crecimiento de la población en edad de trabajar habría sido, en promedio, del 0,2% en el período 2001-2005.

Además de lo mencionado anteriormente, la composición de la población en edad de trabajar también ha variado desde comienzos de los años ochenta. En concreto, la participación de los individuos con edades comprendidas entre 25 y 54 años ha aumentado ligeramente. Estas variaciones en la composición han tenido un efecto positivo en el crecimiento de la población activa través de una tasa de actividad total más elevada. Efectivamente, las variaciones explican en torno al 14% del incremento de 4,5 puntos porcentuales en la tasa de actividad entre los años 1995 y 2005.

² Véase «European women: why do(n't) they work?», por V. Genre, R. Gómez-Salvador y A. Lamo, ECB Working Paper n.º 454, marzo de 2005.

En general, el crecimiento de la población activa parece haber sido relativamente intenso entre los años 2001 y 2005. Ello se debe, en parte, a la inmigración, pero también refleja el aumento subyacente de la participación, especialmente entre los colectivos más jóvenes y de mayor edad, lo que posiblemente esté relacionado con las reformas efectuadas en el mercado de trabajo. La información disponible indica que la población activa seguirá creciendo un fuerte ritmo en el primer semestre del 2006, como consecuencia de un incremento tendencial de la participación y del vigoroso crecimiento de la población en edad de trabajar. No obstante, de cara al futuro se espera que el crecimiento de la población activa se reduzca a causa de la ralentización prevista en el crecimiento de la población en edad de trabajar. En este sentido, la política económica debe desempeñar un papel importante en la evolución del mercado de trabajo, ofreciendo, por ejemplo, incentivos a los varones de más edad para que retrasen su jubilación y apoyando los contratos de trabajo flexibles para que los jóvenes y las mujeres con edades comprendidas entre 25 y 54 años puedan conciliar sus estudios y su vida familiar, respectivamente, con su trabajo.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento económico de la zona del euro sigue estando determinado por la demanda interna y continúa siendo generalizado en todos los sectores, pese a haberse moderado ligeramente con respecto al fuerte ritmo alcanzado a principios de año. En general, y sobre la base de los últimos datos e indicadores procedentes de encuestas, se espera que el crecimiento del producto real mantenga su vigor, con tasas próximas a su potencial. Si bien es probable que, en torno a finales de año, se produzca una cierta volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestral, asociada al impacto de los cambios introducidos en la imposición indirecta en Alemania, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguen siendo favorables. El crecimiento mundial mantiene su fortaleza, respaldando las exportaciones de la zona del euro. Se prevé que la dinámica relativamente intensa de la demanda interna persista y que la inversión se beneficie del extenso período de condiciones de financiación muy favorables, de reestructuraciones de los balances, de importantes beneficios acumulados y de mejoras en la eficiencia de las empresas. El crecimiento del consumo también debería seguir fortaleciéndose con el tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, que se sustenta en la mejora que se observa actualmente en el mercado de trabajo. En este contexto, las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro estiman un crecimiento del PIB real situado en un intervalo del 1,7%- 2,7% en el 2007 y del 1,8%-2,8% en el 2008. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico, en general favorables a lo largo del horizonte de la proyección, son a la baja. Los principales riesgos están asociados a la posibilidad de un nuevo incremento de los precios del petróleo, un aumento de las presiones proteccionistas, en especial tras la suspensión de las negociaciones comerciales de la ronda de Doha, y posibles correcciones desordenadas de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las previsiones de otoño del 2006 de la Comisión Europea confirman, en general, la mejora de los saldos presupuestarios de la zona del euro. En efecto, se espera que tres de los cinco países que se encuentran actualmente en una situación de déficit excesivo reduzcan o mantengan su déficit por debajo del valor de referencia del 3% del PIB este año. Sin embargo, esta mejora se debe, principalmente, a un mayor crecimiento económico y a unos ingresos extraordinarios. Las previsiones para el 2007 apuntan a que proseguirá la mejora de la situación presupuestaria en la zona del euro, como resultado de los ambiciosos programas de saneamiento emprendidos en algunos países. No obstante, en la mayoría de los Estados miembros que presentan desequilibrios presupuestarios las medidas de saneamiento seguirán siendo insuficientes para cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado.

De cara al futuro, será preciso no abandonarse a la complacencia y aprovechar el entorno económico favorable para acelerar el saneamiento presupuestario, evitando gastar los ingresos extraordinarios. En particular, los países con déficit excesivo habrán de adoptar todas las medidas necesarias para corregir la situación lo más rápidamente posible, en el contexto de una aplicación rigurosa del procedimiento de déficit excesivo. En el presente período de bonanza, todos los países necesitan alcanzar a su debido tiempo sus objetivos a medio plazo de situaciones presupuestarias saneadas. También será importante realizar avances en la reforma de la seguridad social, para hacer frente a los costes presupuestarios del envejecimiento de la población.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2006

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro parecen estar mejorando gradualmente. Según las previsiones de otoño de la Comisión Europea publicadas en noviembre del 2006, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas descenderá hasta el 2% del PIB en el 2006 (véase cuadro 9), desde el 2,4% observado en el 2005. De los cinco países que se encuentran actualmente en una situación de déficit excesivo, tres (Alemania, Grecia y Francia) reducirán o mantendrán su déficit por debajo del valor de referencia del 3% del PIB, y dos países (Italia y Portugal) seguirán registrando déficit superiores al 3% del PIB. En cuanto a las demás economías de la zona del euro, Luxemburgo y Austria presentarán importantes desequilibrios presupuestarios, mientras que se alcanzará una situación presupuestaria saneada en Bélgica, España, Irlanda, Países Bajos y Finlandia.

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

(en porcentaje del PIB)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño del 2006						
a. Ingresos totales	45,1	45,1	44,8	45,1	45,2	45,2
b. Gastos totales	47,7	48,2	47,6	47,6	47,2	46,7
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	3,5	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9
d. Gasto primario (b - c)	44,2	44,9	44,5	44,6	44,3	43,8
Saldo presupuestario (a - b)	-2,5	-3,1	-2,8	-2,4	-2,0	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	0,2	0,3	0,5	0,9	1,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,8	-2,7	-2,5	-1,9	-1,7	-1,2
Deuda bruta	68,0	69,2	69,7	70,6	69,4	68,0
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,9	0,8	2,0	1,4	2,6	2,1
Medias de la zona del euro basadas en los programas de estabilidad actualizados para 2005-2006¹⁾						
Saldo presupuestario			-2,5	-2,5	-2,3	-1,8
Saldo presupuestario primario			.	0,6	0,7	1,2
Saldo presupuestario ajustado de ciclo			-2,5	-2,1	-1,9	-1,4
Deuda bruta			70,1	71,0	70,8	69,6
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)			.	1,4	2,1	2,0

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2005-2006 y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo. Las cifras más recientes de la Comisión Europea incluyen a Eslovenia en la zona del euro para todos los años considerados, factor que habrá de tenerse en cuenta a la hora de realizar comparaciones.

Si se comparan las últimas previsiones presupuestarias de la Comisión con los objetivos presupuestarios fijados en los programas de estabilidad actualizados de finales del 2005 y del primer semestre del 2006, se observa una ligera mejora, de unos 0,3 puntos porcentuales del PIB, respecto a los objetivos iniciales. Estas cifras reflejan resultados mucho mejores de lo esperado en Alemania (país en el que el déficit descenderá por debajo del valor de referencia un año antes de lo previsto) y en algunos países que presentan una situación presupuestaria saneada.

Las previsiones de la Comisión señalan que la ratio de deuda pública descenderá por primera vez desde el 2002, hasta situarse ligeramente por debajo del 70% del PIB en el 2006. A su vez, esta reducción será reflejo del descenso de las ratios de deuda en la mayor parte de los países, con la notable excepción de Italia (país que registra la ratio de deuda más alta) y de Portugal.

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2006

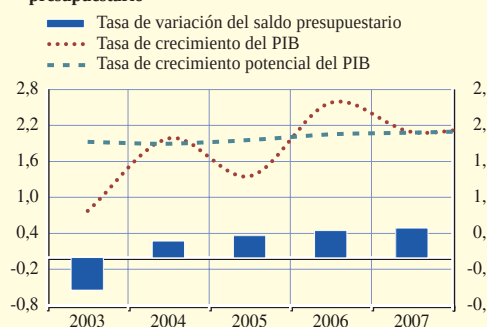
La mejora de la situación presupuestaria es consecuencia, principalmente, del fuerte crecimiento económico, que se revisó al alza unos 0,5 puntos porcentuales, en promedio para la zona del euro desde la última primavera, y, en menor medida, del saneamiento presupuestario. Con un crecimiento real estimado superior al crecimiento potencial, se espera que el ciclo económico tenga un efecto positivo sobre los saldos presupuestarios, al tiempo que el saldo primario ajustado de ciclo se eleve ligeramente (véase gráfico 46). Ello concuerda con el hecho de que la mejora del saldo presupuestario se debe, de forma predominante, a superávits primarios más altos, mientras que el menor gasto por intereses tiene una incidencia reducida.

Esta evolución agregada refleja marcadas divergencias entre los distintos Estados miembros. De los países que presentan importantes desequilibrios presupuestarios, se espera que Grecia y Portugal mejoren sensiblemente sus saldos ajustados de ciclo y que Alemania y Francia realicen avances moderados. Por el contrario, en Italia (afectada también por el impacto presupuestario negativo del reciente fallo del Tribunal Europeo de Justicia), Luxemburgo y Austria, los saldos ajustados de ciclo están empeorando, aunque en distinta medida.

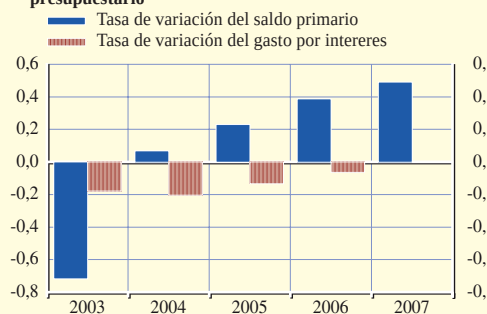
Gráfico 46 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

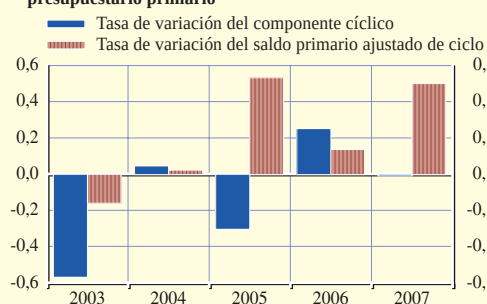
a) Crecimiento del PIB y tasa de variación interanual del saldo presupuestario



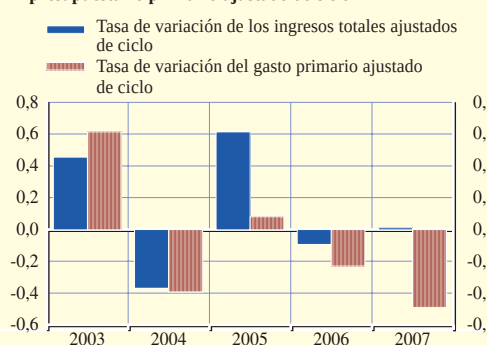
b) Tasa de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario



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 otoño del 2006) y cálculos del BCE.
Nota: En esta previsión, la zona del euro incluye a Eslovenia para todos los años considerados.

El ajuste presupuestario refleja cierta contención del gasto. Por otra parte, unos ingresos extraordinarios, más allá de lo que pueden explicar el favorable entorno económico y las medidas de saneamiento, han tenido una incidencia positiva. Los cuantiosos ingresos impositivos pueden deberse a varios factores, como los elevados beneficios empresariales, la recuperación del gasto en consumo privado, la buena marcha de los mercados de renta variable y, en algunos países, los altos precios de la vivienda. Estos factores están incrementando la recaudación procedente de los impuestos sobre la renta y la riqueza, incluido el volátil impuesto de sociedades, aunque es difícil determinar su contribución exacta a los ingresos extraordinarios.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2007

Para el 2007, la Comisión prevé que el déficit medio de la zona del euro seguirá descendiendo, hasta el 1,5% del PIB. Dado que se espera que el ciclo económico ejerza un efecto neutral sobre los saldos presupuestarios y que el gasto por intereses se mantenga estable, la mejora presupuestaria nominal prevista refleja totalmente un saneamiento estructural de unos 0,5 puntos porcentuales, en promedio para la zona del euro. En algunos países, las medidas de saneamiento se fundamentarán en la contención del gasto y la elevación de los impuestos. Sin embargo, como en otros países se reducirán los impuestos y la base impositiva, se espera que la presión fiscal general permanezca estable. La ratio media de deuda disminuirá, hasta el 68% del PIB, como consecuencia, principalmente, del aumento del superávit primario.

El saneamiento presupuestario agregado de la zona del euro refleja, en gran medida, los resultados obtenidos en Alemania (mediante la continuada contención del gasto y la elevación de los impuestos indirectos) y en Italia (tras las medidas incluidas en el proyecto de presupuesto para el 2007 y la desaparición de los efectos transitorios relacionados con el mencionado fallo del tribunal). De los países que se encuentran en una situación de déficit excesivo, sólo Portugal seguirá registrando un déficit notablemente superior al valor de referencia del 3% del PIB en el 2007, mientras que se espera que el déficit de Italia vuelva a situarse justo por debajo de este umbral.

VALORACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Hay que celebrar que el déficit público medio de la zona del euro disminuya y que, según las previsiones, todos los países menos uno estarán por debajo del valor de referencia del 3% a finales del 2007. No obstante, los avances en materia de saneamiento presupuestario estructural son generalmente más limitados y, en algunos casos, decepcionantes. Sólo un número reducido de países contempla programas de ajuste de gran envergadura para el período 2006-2007. La mayoría de los Estados miembros con desequilibrios presupuestarios no parecen estar aprovechando el entorno macroeconómico más favorable en medida suficiente para realizar avances significativos en el saneamiento de las finanzas públicas y para cumplir su compromiso de alcanzar a su debido tiempo sus objetivos a medio plazo, de acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado.

La situación actual de las finanzas públicas y su mejora requieren un atento análisis. Por un lado, el cumplimiento de los objetivos de saneamiento estructural presenta divergencias. Por otro, es posible que las proyecciones sobrevaloren las medidas de ajuste, ya que a los efectos más permanentes se añaden unos ingresos extraordinarios transitorios. Asimismo, cabe observar que es difícil calibrar la labor de saneamiento, debido a la existencia de varias medidas transitorias y de efectos extraordinarios de magnitud incierta.

Más concretamente, refiriéndose en particular a los países actualmente en una situación de déficit excesivo, se espera que Alemania cumpla el ajuste estructural acumulado de al menos 1 punto porcentual en el período 2006-2007, tal y como recomienda el Consejo ECOFIN en su procedimiento de déficit excesivo. Ello será posible gracias a una ejecución prudente del presupuesto y a los ingresos extraordinarios registrados en el 2006, y también a las medidas de ajuste previstas para el 2007. En Grecia, se espera que el déficit descienda por

debajo del 3% del PIB en el 2006, como resultado de una combinación de medidas permanentes y transitorias, pero el saneamiento estructural será insuficiente en el 2007. Por otra parte, las persistentes discrepancias en la evolución de la deuda y del déficit y los problemas de información estadística ensombrecen las perspectivas presupuestarias. En Francia, será difícil que el saldo nominal mejore, ya que los elevados ingresos servirán para compensar la desaparición de los efectos de las medidas transitorias del 2006 y el saneamiento estructural no alcanzará el 0,5% del PIB en el 2007. En cuanto a Italia, se estima que el saneamiento estructural en el período 2006-2007 será suficiente para situar el déficit por debajo del 3% del PIB en el 2007, con lo que el país cumpliría su compromiso. Sin embargo, el ajuste total se mantendría ligeramente por debajo del 1,6% del PIB recomendado por el Consejo, y en el 2006 se conseguiría sólo la mitad de este ajuste. Por último, en Portugal las políticas actuales no lograrán situar el déficit por debajo del valor de referencia en el 2008, la fecha límite fijada por el Consejo para la corrección de la situación de déficit excesivo.

Por lo que respecta a los países con desequilibrios presupuestarios, pero sin déficit excesivos, el cumplimiento de la referencia del 0,5% del PIB para el saneamiento estructural es muy limitado. Se espera que los países sin desequilibrios presupuestarios mantengan esta situación, aunque en algunos casos está prevista una ligera relajación de la política fiscal.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA FISCAL

Ante la mejora de las perspectivas presupuestarias en la mayor parte de los países, las políticas fiscales no deben caer en la complacencia. Por el contrario, será preciso reforzar las medidas de saneamiento. La perspectiva de un favorable entorno económico en un futuro próximo ha de aprovecharse al máximo para alcanzar situaciones presupuestarias saneadas y reducir la ratio de deuda lo más rápidamente posible, también a la vista de los retos que los cambios demográficos plantearán para la sostenibilidad fiscal (véase recuadro 8). Es fundamental que todos los países cumplan estrictamente los compromisos asumidos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado, a fin de reforzar la credibilidad del marco fiscal de la UE. Estas consideraciones han de tenerse en cuenta en la estrategia de política fiscal que los países adoptarán en las próximas actualizaciones de sus programas de estabilidad.

La experiencia pasada confirma que la complacencia es el principal riesgo para las políticas fiscales en una fase de expansión económica. Como ocurrió en los primeros años de la UEM, una mejora de los saldos presupuestarios y unos ingresos extraordinarios durante una fase alcista pueden tentar a los gobiernos a llevar a cabo recortes impositivos no financiados y/o a relajar la contención del gasto. Si el mayor crecimiento económico y los ingresos extraordinarios resultasen ser transitorios, las situaciones presupuestarias se deteriorarían rápidamente. La consiguiente fragilidad de las finanzas públicas podría llevar a la necesidad de endurecer la política fiscal cuando viniesen «malos» tiempos, causando efectos procíclicos. Además, ello podría dificultar también la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, si los márgenes de seguridad por debajo del valor de referencia para el déficit excesivo fuesen demasiado estrechos.

Para no repetir pasados errores, es esencial que todos los Estados miembros eviten una relajación procíclica de la política fiscal. Los Estados miembros que han alcanzado ya situaciones presupuestarias saneadas deberían mantenerlas o intentar mejorarlas. En algunos casos, en los que se ha logrado ya una situación presupuestaria de superávit, con una pujante demanda económica, un endurecimiento de la política fiscal podría ayudar a reducir los riesgos de sobrecalentamiento.

Los Estados miembros que presentan desequilibrios presupuestarios, pero que no se encuentran en una situación de déficit excesivo, deberían acelerar sus planes de saneamiento presupuestario y alcanzar sus objetivos a medio plazo antes de lo previsto en los anteriores programas de estabilidad actualizados. Ello requerirá, como mínimo, el cumplimiento de la referencia del 0,5% establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado.

Los países que presentan déficit superiores al valor de referencia del 3% del PIB deben adoptar todas las medidas necesarias para corregir la situación a la mayor brevedad, con una rigurosa aplicación de las recomendaciones del Consejo. La mejora de las perspectivas presupuestarias hace surgir la posibilidad de que varios países anulen decisiones relativas al déficit excesivo en un próximo futuro. A este respecto, es esencial corregir los déficit excesivos de forma sostenible mediante medidas de saneamiento permanentes y creíbles. Posteriormente, habrán de realizarse avances suficientes hacia la consecución de los objetivos a medio plazo de los países, a fin de dejar un margen de acción que permita no volver a superar el límite de déficit. Para evitar y corregir los desequilibrios presupuestarios es preciso disponer de datos estadísticos de elevada calidad y de una buena información sobre los mismos. Los países en los que las previsiones apuntan al riesgo de incumplir los compromisos habrán de multiplicar los esfuerzos por alcanzar los objetivos y evitar que se pase a las fases siguientes de los procedimientos de déficit excesivo.

Recuadro 8

SOSTENIBILIDAD FISCAL A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

La Comisión Europea ha publicado recientemente su primer informe de sostenibilidad¹, en el que realiza una evaluación de la sostenibilidad de las finanzas públicas, basada en las nuevas proyecciones comunes del coste del envejecimiento de la población², en la situación presupuestaria actual y en una serie de factores adicionales que podrían influir en las finanzas públicas en el futuro. El examen anual de los programas de estabilidad y convergencia de los países incluye la evaluación de la sostenibilidad y, además, la Comisión publicará periódicamente un informe detallado sobre este tema, cuando se disponga de nuevas proyecciones del gasto derivado del envejecimiento de la población.

Para evaluar la sostenibilidad, la Comisión Europea utiliza dos indicadores cuantitativos de las «brechas de sostenibilidad», que tienen en cuenta la situación actual del déficit y de la deuda y la variación del gasto en pensiones, asistencia sanitaria y cuidados de larga duración prevista entre el 2005 y el 2050 (véase cuadro). El indicador S1 muestra la medida en que deberían incrementarse los ingresos impositivos o reducirse el gasto público para financiar el coste del envejecimiento de la población y alcanzar una ratio de deuda pública del 60% del PIB en el 2050. El indicador S2, ligeramente más ambicioso, señala la medida en que debería elevarse la recaudación impositiva o recortarse el gasto para financiar el coste del envejecimiento de la población y amortizar toda la deuda pública en un determinado momento del futuro (en términos técnicos, el indicador S2 refleja la mejora presupuestaria requerida para igualar el valor descontado actual de los saldos primarios futuros con la deuda bruta actual). El informe presenta también una serie de pruebas de sensibilidad, que ponen de relieve que la mayor esperanza de vida o la creciente demanda de asistencia sanitaria podrían ampliar todavía más la brecha de sostenibilidad.

Además de estos indicadores cuantitativos, la Comisión tiene en cuenta varios factores cualitativos, a fin de clasificar el riesgo de sostenibilidad de todos los países de la UE, como bajo, medio o alto. En particular, la Comisión señala el nivel actual de la deuda, los efectos de las reformas estructurales, la fiabilidad de las proyecciones, la solidez de los indicadores de sostenibilidad en las pruebas de sensibilidad y el actual nivel de presión fiscal (dado que unos niveles elevados pueden limitar la capacidad de los países para hacer frente a retos fiscales adicionales en el futuro). También se toman en consideración los riesgos relativos a la adecuación de las pensiones, ya que unos sistemas de pensiones insuficientes pueden suponer riesgos fiscales en años venideros. En principio, los pasivos contingentes públicos (derivados, por ejemplo, del aval que haya de prestar el Estado) pueden tenerse en cuenta, pero no se consideran actualmente por falta de datos.

1 Informe de la Comisión Europea titulado «The long-term sustainability of public finances in the European Union» (2006).

2 Informe del EPC y de la Comisión Europea titulado «The impact of ageing on public expenditure» (2006).

El informe pone de manifiesto que la mayor parte de los países de la zona del euro están sujetos a riesgos de sostenibilidad moderados o altos y que han de adoptarse importantes medidas de saneamiento para hacer frente a la elevada deuda pública y a la carga presupuestaria del envejecimiento de la población. Para el conjunto de la zona del euro, la mejora permanente de la situación presupuestaria (mediante el aumento de los impuestos o el recorte del gasto) requerida para garantizar la sostenibilidad ha de situarse en el 3,5% del PIB. En la mayoría de países de la zona del euro no será suficiente conseguir los objetivos de déficit de los programas de estabilidad para los años 2005-2006, lo que muestra la necesidad de aplicar rigurosamente la triple estrategia de reducir la deuda, incrementar el empleo y la productividad, y reformar los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria, de acuerdo con las recomendaciones de la agenda de Lisboa.

Brechas de sostenibilidad

(en porcentaje del PIB)

País	Variación del gasto derivado del envejecimiento	Brecha de sostenibilidad, S1 ¹⁾	Brecha de sostenibilidad, S2 ²⁾	Categoría de riesgo
Bélgica	6,6	0,4	1,8	medio
Alemania	4,0	3,5	4,4	medio
Grecia ³⁾	1,4	3,2	3,0	alto
España	8,9	0,2	3,2	medio
Francia	3,2	3,2	4,0	medio
Irlanda	7,8	-0,8	2,9	medio
Italia	2,3	3,4	3,1	medio
Luxemburgo	8,4	4,6	9,5	medio
Países Bajos	5,2	-0,2	1,3	bajo
Austria	1,1	0,1	0,3	bajo
Portugal	9,7	7,9	10,5	alto
Finlandia	5,0	-3,3	-0,9	bajo
Zona del euro	4,4	2,3	3,5	

Fuente: Informe de la Comisión Europea titulado «The long-term sustainability of public finances in the European Union» (2006).

1) La brecha de sostenibilidad basada en el indicador S1 es la diferencia entre, por un lado, la presión fiscal constante en porcentaje del PIB requerida para alcanzar una ratio de deuda del 60% del PIB en el 2050 y, por otro, la presión fiscal actual en porcentaje del PIB.

2) La brecha de sostenibilidad basada en el indicador S2 es la diferencia entre, por un lado, la presión fiscal constante en porcentaje del PIB que igualaría el valor descontado actual de los saldos primarios futuros con la deuda bruta actual y, por otro, la presión fiscal actual en porcentaje del PIB.

3) Para Grecia no se dispone de las proyecciones de las pensiones, lo que da lugar a una importante infravaloración del aumento del gasto derivado del envejecimiento de la población en ese país. Los cálculos anteriores mostraban un incremento de este gasto de, aproximadamente, un 10% del PIB.

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

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de noviembre de 2006, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento interanual del PIB real se situará, en promedio, entre el 2,5% y el 2,9% en el 2006, entre el 1,7% y el 2,7% en el 2007, y en un intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se mantendrá entre el 2,1% y el 2,3% en el 2006, y se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007 y entre el 1,3% y el 2,5% en el 2008.

Recuadro 9

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. 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 a 14 de noviembre de 2006, implícitos en la curva de rendimiento en ese momento. Estos supuestos muestran un perfil de ascenso desde un 3,1%, en promedio, en el 2006, hasta un 4,0%, en promedio, en el 2007, y un ligero descenso hasta un valor medio del 3,8% en el 2008. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro a 14 de noviembre de 2006 muestran un nivel estable situado, en promedio, en el 3,8% en el 2006, 2007 y 2008. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas anteriores al 14 de noviembre de 2006, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 65,5 dólares estadounidenses por barril en el 2006, en 64,6 en el 2007, y en 67,2 en el 2008. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán en un 28,8% en el 2006, en un 15,2% en el 2007, y en un 3,7% en el 2008.

Se parte del supuesto técnico de que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el período abarcado por las proyecciones, en los niveles registrados en la quincena que terminó el 14 de noviembre de 2006, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,28, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 1,6% superior a la media del 2005.

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

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales 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.

ENTORNO INTERNACIONAL

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable en el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. Si bien se proyecta que el crecimiento del PIB real en Estados Unidos y en Japón registre una ligera moderación, se espera que en las economías emergentes asiáticas se mantenga en un nivel elevado, debido al fuerte impulso de la demanda interna. En la mayor parte de las demás grandes economías, el ritmo del crecimiento seguirá 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, se considera que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se situará, en promedio, alrededor del 5,3% en el 2006 y en torno al 4,8% en el 2007 y en el 2008. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará en el 10,2% en el 2006, y se proyecta que será del 7,1% en el 2007 y del 6,7 en el 2008.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Según la primera estimación de Eurostat, en el tercer trimestre de este año, la tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,5%, frente al 1,0% registrado en el segundo trimestre. Se espera que durante el horizonte temporal considerado, el crecimiento intertrimestral del PIB se mantenga en el 0,5% o en niveles ligeramente superiores, excepto en el primer trimestre del 2007, período en el que se prevé una moderación del crecimiento debida a incrementos significativos de los impuestos indirectos.

En este contexto, se proyecta que la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,9% en el 2006, entre el 1,7% y el 2,7% en el 2007 y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2008. Se estima que el crecimiento de las exportaciones, sostenido por el dinamismo de la demanda externa, continuará impulsando la actividad económica en el horizonte proyectado. A pesar del efecto transitorio derivado del aumento de los impuestos indirectos a principios del 2007, el crecimiento de la demanda interna debería mantenerse prácticamente estable en un nivel elevado.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, la tasa media de crecimiento anual del consumo privado se situará entre el 1,8% y el 2,2% en el 2006, entre el 1,3% y el 2,3% en el 2007, y entre el 1,2% y el 2,8% en el 2008. Se proyecta que los incrementos de los impuestos indirectos espera-

Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2005	2006	2007	2008
IAPC	2,2	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
PIB real	1,5	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
Consumo privado	1,4	1,8-2,2	1,3-2,3	1,2-2,8
Consumo público	1,3	1,4-2,6	0,5-1,5	0,8-1,8
Formación bruta de capital fijo	2,7	4,4-5,4	2,5-5,5	1,8-5,0
Exportaciones (bienes y servicios)	4,6	6,6-9,4	4,2-7,4	4,2-7,4
Importaciones (bienes y servicios)	5,5	6,7-9,3	3,9-7,3	4,0-7,4

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 proyecciones de septiembre del 2006 incluyen por primera vez a Eslovenia como país integrante de la zona del euro para las proyecciones elaboradas para la zona del euro referidas al 2007. En el 2005, la contribución de Eslovenia al PIB de la zona del euro fue del 0,3%. Las variaciones anuales en porcentaje para el 2007 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovenia desde el 2006.

dos en el 2007 den lugar a una moderación del crecimiento del consumo ese año, mientras que se espera que los efectos de anticipación den lugar a un ligero aumento del crecimiento del consumo a finales del 2006. Se estima que, durante el horizonte temporal de las proyecciones, la renta disponible de los hogares se vea 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 los beneficios empresariales. Se proyecta que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga, en líneas generales, constante a lo largo del horizonte de las proyecciones.

Se estima que la tasa media de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo se situará entre el 4,4% y el 5,4% en el 2006, y en un intervalo comprendido entre el 2,5% y el 5,5% en el 2007 y entre el 1,8% y el 5,0% en el 2008. La inversión empresarial debería continuar beneficiándose de la fortaleza de la demanda externa, las favorables condiciones de financiación y la solidez de los beneficios empresariales. La inversión privada en vivienda registrará, previsiblemente, tasas de crecimiento moderadas durante el horizonte temporal contemplado.

Se estima que la tasa media de variación anual de las exportaciones totales, incluidos los intercambios entre los países de la zona del euro, se mantendrá entre el 6,6% y el 9,4% en el 2006, y que se situará en un intervalo comprendido entre el 4,2% y el 7,4% en el 2007 y en el 2008. Se espera que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro disminuyan 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 experimentadas en el pasado. Es previsible que la tasa media de variación anual de las importaciones totales sea ligeramente inferior a la de las exportaciones. Se proyecta que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB será, en promedio, prácticamente neutra durante el período abarcado por las proyecciones.

El empleo total crecerá de forma sostenida durante el horizonte temporal abarcado por las proyecciones, en consonancia con la evolución positiva observada en el 2006. 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. La tasa de desempleo seguiría descendiendo a lo largo del período considerado.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

La tasa media de variación del IAPC se mantendrá entre el 2,1% y el 2,3% en el 2006, y se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007 y entre el 1,3% y el 2,5% en el 2008. Se espera que la fuerte contribución del alza de los precios energéticos y de las materias primas distintas del petróleo a la evolución de los precios de los últimos años disminuya durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido al reciente descenso de los precios del petróleo y a los moderados ascensos implícitos en los precios actuales de los futuros sobre el petróleo. Al mismo tiempo, las proyecciones se basan en la expectativa de que el crecimiento salarial seguirá siendo moderado y experimentará un ligero ascenso hacia el final del horizonte contemplado. Sobre la base de la estimación de que el crecimiento de la productividad se mantendrá, a grandes rasgos, en niveles estables, se prevé que el crecimiento de los costes laborales unitarios será moderado durante el período considerado. Un factor que incidirá sustancialmente en la evolución de la inflación medida por el IAPC en el 2007 será el incremento de los impuestos indirectos (que representará una contribución de 0,5 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC del conjunto de la zona del euro). En contraste, para el 2008, las proyecciones no contemplan efectos asociados a los impuestos indirectos. Por último, las proyecciones referidas al IAPC se basan en la expectativa de que se registrará un crecimiento estable de los márgenes de beneficio y de que no habrá presiones significativas sobre los precios originadas por las importaciones de bienes distintos de las materias primas.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2006

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre del 2006, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado ligeramente al alza tanto para el 2006 como para el 2007, como reflejo de los últimos datos y de los efectos anticipados de un descenso de los precios energéticos respecto al nivel previamente supuesto. Por lo que se refiere a la inflación medida por el IAPC, los intervalos proyectados para el 2006 y para el 2007 se han corregido a la baja, principalmente, como consecuencia del supuesto de precios de la energía inferiores.

Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre del 2006

(tasas medias de variación anuales)

	2005	2006	2007
PIB real - Septiembre 2006	1,5	2,2-2,8	1,6-2,6
PIB real - Diciembre 2006	1,5	2,5-2,9	1,7-2,7
IAPC - Septiembre 2006	2,2	2,3-2,5	1,9-2,9
IAPC - Diciembre 2006	2,2	2,1-2,3	1,5-2,5

Recuadro 10

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 adoptados sobre las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo.

Según las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente, la tasa media anual de crecimiento del PIB de la zona del euro se situará, en promedio, entre el 2,4% y el 2,6% en el 2006, entre el 1,9% y el 2,2% en el 2007, y entre el 2,0% y el 2,3% 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 2,2% y el 2,3% en el 2006, entre el 1,9% y el 2,4% en el 2007, y entre el 1,8% y el 2,1% en el 2008. Si bien las tasas previstas por el FMI para el crecimiento del PIB en el 2006 se sitúan ligeramente por debajo del intervalo anticipado por el Eurosistema, todas las demás previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Comparaciones 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
Comisión Europea	Nov 2006	2,6	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9
FMI	Sep 2006	2,4	2,0	2,0	2,3	2,4	2,1
OCDE	Nov 2006	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,8
Consensus Economics Forecasts	Nov 2006	2,6	1,9	n.d.	2,2	2,1	n.d.
Encuestas a expertos en previsión económica	Nov 2006	2,6	2,0	2,0	2,2	2,1	1,9

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2006 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de septiembre del 2006; Economic Outlook de la OCDE n° 80 (edición preliminar); Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica. 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 estabilidad generalizada entre los meses de junio y agosto, el euro se apreció en términos efectivos nominales en los tres meses siguientes. La moneda única experimentó un fortalecimiento frente a la mayoría de las principales monedas mundiales, pero esta apreciación se contrarrestó, en parte, con un debilitamiento frente a las monedas de los nuevos Estados miembros más grandes de la UE.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

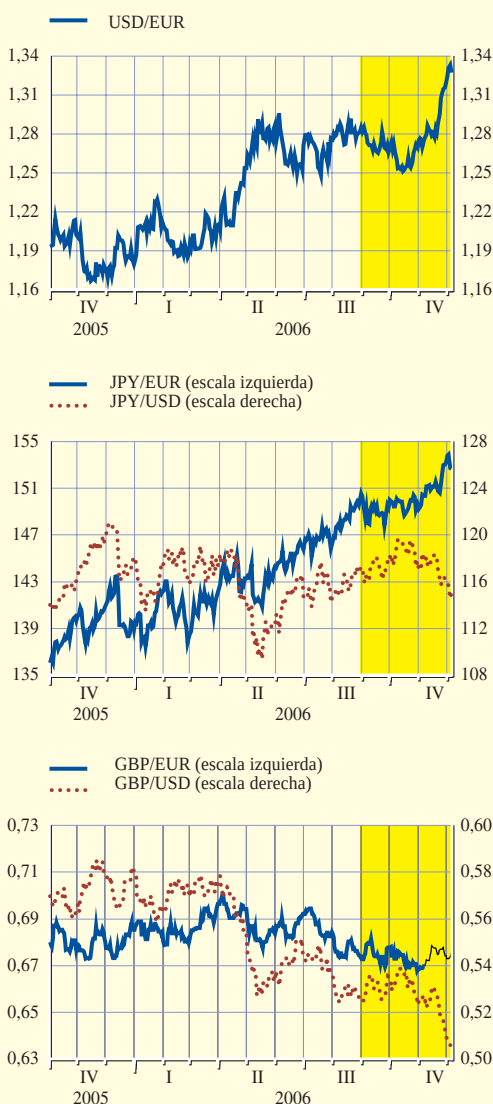
Tras la acusada apreciación observada en el primer semestre del año y un período de relativa estabilidad durante el verano, el euro volvió a apreciarse frente al dólar estadounidense en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2006. En estos meses, la moneda estadounidense también perdió terreno frente a todas las demás principales monedas (véase la zona sombreada del gráfico 47). La apreciación del euro cobró impulso en noviembre, alcanzando niveles no observados desde finales de marzo del 2005. La evidencia de una moderación de la actividad económica en Estados Unidos, así como las noticias que confirman un robusto crecimiento económico en la zona del euro parecen haber influido en las expectativas de los mercados respecto a las perspectivas relativas de las dos áreas económicas, lo que ha afectado negativamente a la moneda estadounidense. Este cambio de actitud de los mercados a favor de la zona del euro también se reflejó en los precios de los derivados en divisas. El 6 de diciembre, el euro cotizaba a 1,33 dólares, un 3,5% por encima del nivel de finales de agosto y un 6,9% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 47).

YEN JAPONÉS /EURO

El euro se apreció de forma casi continua frente al yen japonés en los ocho primeros meses del 2006. Tras mantenerse, en general, estable durante el mes de octubre en torno a niveles ligeramente inferiores al máximo alcanzado en septiembre, la moneda única reanudó su tendencia alcista en noviembre. La evidencia de una sólida actividad económica en Japón, como indica el hecho de que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre del 2006 haya sido mayor de lo esperado, no parece haber servido de apoyo a la moneda japonesa. Además, en los tres meses transcurridos hasta noviembre, los precios de las opciones en divisas pasaron de señalar un posible repunte del yen frente al euro a indicar una estabilidad generalizada del tipo de cambio bilateral frente al euro en el corto

Gráfico 47 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

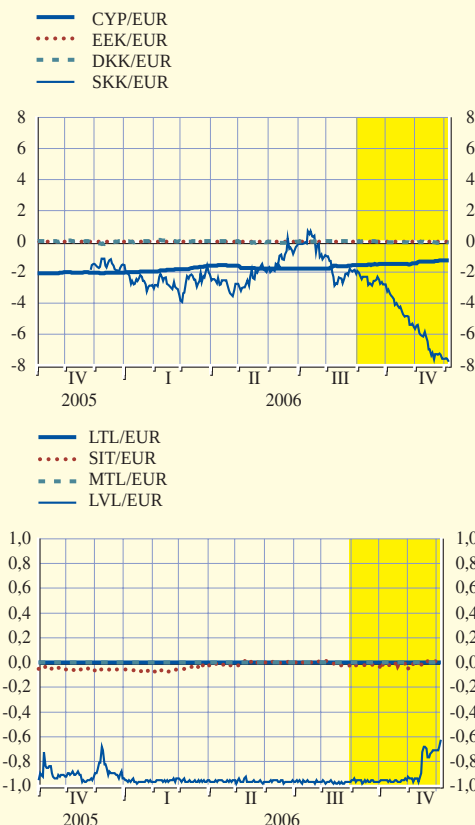


Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de agosto y el 6 de diciembre de 2006.

Gráfico 48 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

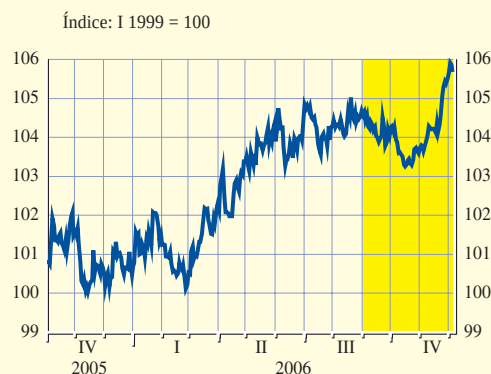


Fuente: BCE.

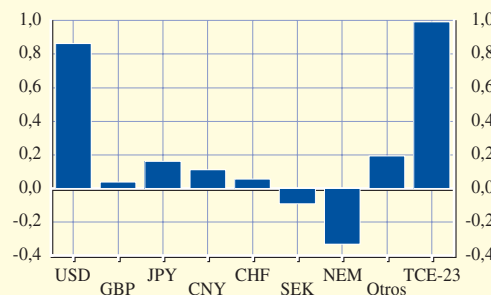
Notas: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja (alta) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$. La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de agosto y el 6 de diciembre de 2006.

Gráfico 49 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de agosto al 6 de diciembre de 2006
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro. La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 31 de agosto y el 6 de diciembre de 2006.

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

plazo. El 6 de diciembre, el euro cotizaba a 153 yenes, un 1,4% por encima del nivel de finales de agosto y un 11,5% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 47).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de agosto del 2006, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase la zona sombreada del gráfico 48). La corona eslovaca se apreció casi un 6%, tras el breve episodio de debilidad registrado en julio y cotizaba, el 6 de diciembre, un 7,8% por encima de su paridad central en el MTC II. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció un 2% frente a la corona sueca y se apreció frente a la libra esterlina, cotizando el 6 de diciembre a 0,68 libras, casi un 1%

por encima del nivel de finales de agosto y medio punto porcentual por debajo de la media del 2005. Desde agosto, el euro ha experimentado algunas fluctuaciones frente a la libra esterlina. Inicialmente, los positivos datos económicos y de las encuestas de opinión en el Reino Unido en septiembre y octubre tendieron a respaldar la moneda británica. No obstante, la publicación en noviembre de cifras de inflación para el mes de octubre inferiores a lo previsto podría haber contribuido al posterior repunte del euro. El 6 de diciembre, el euro cotizaba frente a la libra esterlina a un tipo de cambio ligeramente superior al nivel de finales de agosto. Por lo que se refiere a las monedas de los nuevos Estados miembros más grandes de la UE, el euro se depreció frente a la corona checa (aproximadamente medio punto porcentual), el zloty polaco (un 3,2%) y el forint húngaro (un 7%).

OTRAS MONEDAS

Entre finales de agosto y el 6 de diciembre, el euro experimentó una apreciación relativamente generalizada frente a la mayoría de las otras principales monedas. Se apreció aproximadamente un 1,5% frente al renminbi chino, un 1% frente al franco suizo y la corona noruega y un 7% frente al dólar canadiense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

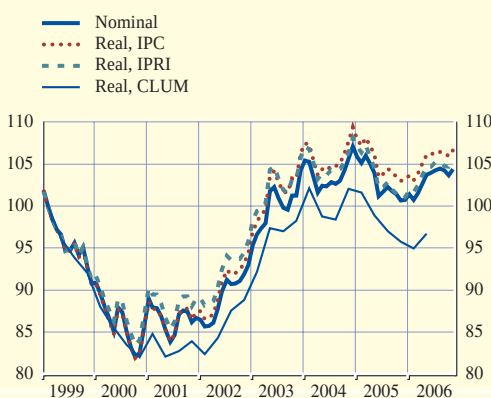
Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 6 de diciembre el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1% por encima del nivel de finales de agosto y casi un 3% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 49). Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes, el índice del tipo de cambio efectivo real, basado en la evolución tanto de los precios de consumo como de los precios industriales, se situó, en noviembre del 2006, ligeramente por encima de la media del 2005 (véase gráfico 50).

7.2 BALANZA DE PAGOS

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos, hasta el tercer trimestre del 2006, indican un sólido crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes. El dinamismo de las exportaciones parece deberse a un repunte de la demanda exterior, mientras que el robusto crecimiento de la demanda interna y el alto contenido de productos importados en las exportaciones son los factores determinantes del aumento de las importaciones. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses hasta septiembre del 2006, registró un déficit de alrededor del 0,3% del PIB, frente al superávit contabilizado un año antes; este cambio de signo se debió, principalmente, al aumento del déficit comercial del petróleo. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera correspondiente a los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2006 registró salidas netas por importe de 18,2 mm de euros, frente a las entradas netas de 44 mm de euros contabilizadas un año antes; esta evolución es resultado, fundamentalmente, del cambio de signo de los flujos de valores de renta fija, que pasaron de entradas netas a salidas netas.

Gráfico 50 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-23 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre del 2006. En el caso de los TCE-23 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre del 2006.

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	
	2006 Ago	2006 Sep	2005 Dic	2006 Mar	2006 Jun	2006 Sep	2005 Sep	2006 Sep
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-3,9	-0,3	-4,7	-2,2	-0,7	-2,1	23,6	-28,8
Bienes	-1,3	1,7	1,1	1,6	1,6	0,1	63,7	13,3
Exportaciones	115,9	121,1	105,9	111,1	113,6	117,5	1,189,9	1,344,3
Importaciones	117,2	119,4	104,9	109,5	111,9	117,4	1,126,1	1,331,0
Servicios	1,6	2,2	3,7	3,2	2,9	2,5	32,0	36,9
Exportaciones	35,2	35,2	34,9	35,2	35,5	35,2	386,7	422,3
Importaciones	33,6	33,0	31,1	32,0	32,6	32,7	354,7	385,4
Rentas	1,8	2,7	-3,0	-1,8	-0,3	1,8	-8,2	-10,1
Transferencias corrientes	-6,0	-6,8	-6,4	-5,2	-5,0	-6,4	-63,9	-68,9
Cuenta financiera ¹⁾	-8,3	45,2	-14,1	21,9	17,0	16,4	74,6	123,6
Total inversiones directas y de cartera netas	-22,6	20,7	-28,7	-2,9	28,9	-3,4	44,0	-18,2
Inversiones directas netas	-7,6	-19,9	-12,2	-10,5	-4,0	-12,3	-187,8	-117,1
Inversiones de cartera netas	-15,0	40,5	-16,5	7,6	33,0	8,9	231,7	98,8
Acciones y participaciones	-12,2	20,4	1,5	8,1	18,2	15,9	196,6	131,0
Valores distintos de acciones	-2,8	20,1	-17,9	-0,4	14,8	-7,1	35,1	-32,1
Bonos y obligaciones	-8,6	13,5	-10,8	-3,0	22,1	-2,9	9,9	16,0
Instrumentos del mercado monetario	5,8	6,6	-7,1	2,6	-7,3	-4,2	25,2	-48,1
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,4	3,4	1,7	3,9	1,9	2,4	8,2	12,1
Importaciones	2,6	1,0	2,3	4,0	2,2	3,9	12,5	15,9
Bienes								
Exportaciones	0,4	4,4	1,5	4,9	2,2	3,5	8,1	13,0
Importaciones	1,4	1,9	3,1	4,4	2,2	4,9	13,8	18,2
Servicios								
Exportaciones	0,3	0,0	2,4	0,9	0,9	-1,0	8,4	9,2
Importaciones	6,8	-1,8	-0,3	2,7	1,9	0,3	8,5	8,7

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.

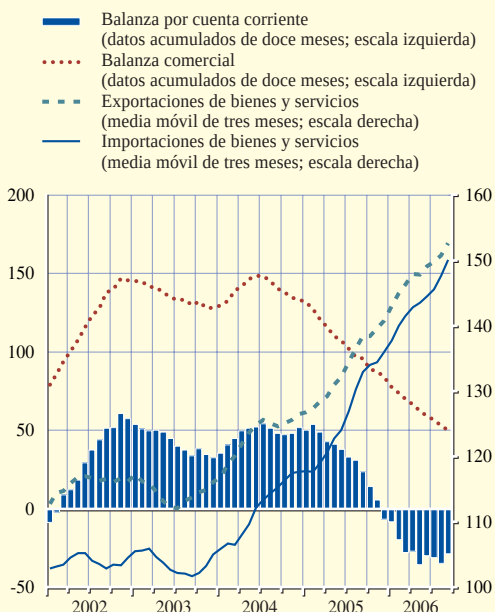
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los intercambios comerciales con países no pertenecientes a la zona del euro registraron un sólido crecimiento en términos nominales en el tercer trimestre del 2006, tras la desaceleración observada en el segundo trimestre. Las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentaron a una tasa intertrimestral del 2,4% en el tercer trimestre, frente al incremento del 1,9% registrado en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios crecieron de forma incluso más acusada, a una tasa del 3,9% en el tercer trimestre, frente al 2,2% del trimestre anterior (véanse cuadro 12 y gráfico 51).

La aceleración fue más evidente en el comercio de bienes. En el tercer trimestre del 2006, las exportaciones y las importaciones nominales de bienes se incrementaron un 3,5% y un 4,9%, respectivamente, volviéndose a registrar las altísimas tasas observadas a comienzos del año (véase gráfico 52). Además, los datos provisionales sobre precios y volúmenes del comercio exterior correspondientes al tercer trimestre indican que el sólido crecimiento tuvo su origen, principalmente, en la evolución del comercio en términos reales. Al mismo tiempo, en el tercer trimestre se mantuvo la atonía en el comercio de servicios, con un descenso de las exportaciones nominales del 1% y un aumento de las importaciones del 0,3%.

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

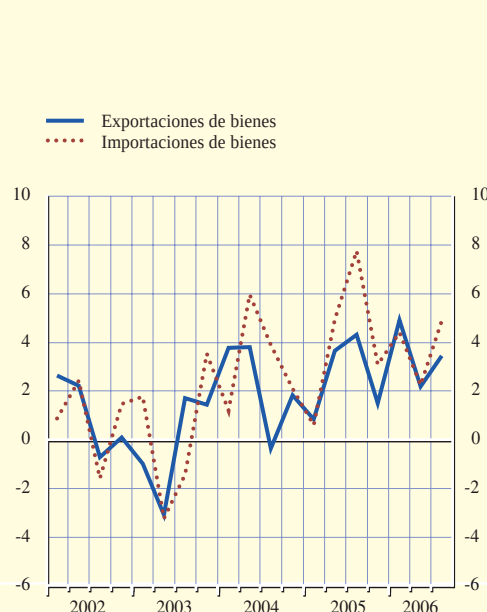
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 52 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación trimestral)



Fuente: BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a septiembre del 2006.

Al parecer, el dinamismo de las exportaciones de bienes se debe a un repunte de la demanda exterior en el tercer trimestre. A este respecto, la aceleración de las exportaciones de la zona del euro en ese trimestre parece tener su origen, en particular, en un incremento muy acusado en el mes de septiembre, atribuible, en gran medida, a la evolución de las exportaciones de Alemania. Por productos, las exportaciones de bienes intermedios registraron un fuerte crecimiento en el tercer trimestre, mientras que la desagregación geográfica indica que las exportaciones a Asia (especialmente a China), Suiza y la OPEP experimentaron un sólido aumento. Esto último podría deberse, en parte, a la mayor demanda de los países exportadores de petróleo, que habrían acumulado un gran volumen de ingresos como consecuencia de la subida de los precios del petróleo.

El acusado incremento de las importaciones nominales de bienes en el tercer trimestre del 2006 parece deberse, en gran medida, al sólido crecimiento sostenido de la demanda interna en la zona del euro, aunque los efectos retardados de la apreciación del euro desde comienzos del 2006 también podrían haber estimulado las importaciones. Además, es probable que el dinamismo de las exportaciones haya impulsado las importaciones reales. La evidencia sugiere que las exportaciones de la zona del euro tienen un elevado contenido de productos importados, como puede apreciarse en el gráfico 52, que, en general, indica la existencia de una correlación positiva entre las exportaciones y las importaciones de bienes. Por lo que respecta a los precios, las presiones al alza sobre los precios de importación como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas en julio y agosto podría explicar, en cierta medida, el crecimiento de las importaciones nominales en el tercer trimestre. No obstante, dado que los precios del petróleo se han reducido en los últimos meses, estas presiones sobre los precios podrían haberse atenuado.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta septiembre del 2006 registró un déficit de 28,8 mm de euros (alrededor del 0,3% del PIB), que

Gráfico 53 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

contrasta con el superávit de 23,6 mm de euros contabilizado un año antes. El cambio de signo se debe, casi en su totalidad, a una caída de 50,4 mm de euros en el superávit del comercio de bienes como consecuencia del mayor coste de las importaciones de petróleo y de otros productos relacionados con la energía. El déficit comercial del petróleo acumulado de doce meses se incrementó, en cifras interanuales, en 46,2 mm de euros hasta 179,9 mm de euros (más del 2% del PIB) en agosto del 2006.

CUENTA FINANCIERA

En el tercer trimestre del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 3,4 mm de euros, como resultado de las salidas netas de inversiones directas, que ascendieron a 12,3 mm de euros y de las entradas netas de inversiones de cartera, que se cifraron en 8,9 mm de euros. Dentro de las inversiones de cartera, las cuantiosas compras de acciones y participaciones de la zona del euro realizadas por no residentes dieron lugar

a entradas netas de valores de renta variable que se compensaron en parte con salidas netas de valores distintos de acciones.

En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre del 2006, las salidas netas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 18,2 mm de euros, frente a las entradas netas de 44 mm de euros registradas un año antes. El cambio de signo de los flujos netos se debió, fundamentalmente, al hecho de que los valores distintos de acciones de las inversiones de cartera pasaron de contabilizar entradas netas por importe de 35,1 mm de euros un año antes a registrar salidas netas de 32,1 mm de euros. Al mismo tiempo, las salidas netas de inversiones directas y las entradas netas de inversiones de cartera, acumuladas de doce meses, se mantuvieron relativamente estables —excluidos los efectos de una operación excepcionalmente grande en junio del 2005¹— y ascendieron a 117,1 mm de euros y 131,0 mm de euros, respectivamente.

Los bonos y obligaciones, así como los instrumentos del mercado monetario han contribuido al descenso tendencial de las entradas netas de valores distintos de acciones observada desde mediados del 2005. Este descenso ha estado determinado, principalmente, por la disminución de las adquisiciones netas de valores de renta fija de la zona del euro por parte de no residentes, lo cual es coherente con el nivel relativamente bajo de los rendimientos financieros totales de los bonos de la zona del euro en comparación con los bonos de Estados Unidos durante el mismo período. Además, la sólida demanda exterior de acciones y participaciones de la zona del euro, coherente también con la positiva evolución de los beneficios de las empresas de la zona, podría indicar que se ha producido un transvase parcial desde los valores de renta fija hacia los valores de renta variable en las carteras de los inversores extranjeros en la zona del euro.

1 Para más información sobre el efecto de esta operación, véase la página 50 del Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,7	2,18	3,44
2005 IV	10,9	8,5	7,8	-	9,0	14,8	2,34	3,42
2006 I	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,3	2,61	3,56
II	9,9	9,2	8,7	-	11,2	16,1	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,8	3,22	3,97
2006 Jun	9,3	9,1	8,5	8,3	11,0	15,1	2,99	4,07
Jul	7,4	8,2	7,8	8,1	11,1	15,9	3,10	4,10
Ago	7,2	8,4	8,2	8,2	11,3	15,9	3,23	3,97
Sep	7,2	8,4	8,5	8,4	11,4	16,4	3,34	3,84
Oct	6,3	8,2	8,5	.	11,2	.	3,50	3,88
Nov	.	.	.	.	.	.	3,60	3,80

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	81,5	0,7	8,8
2005	2,2	4,1	2,2	1,4	1,2	81,2	0,8	8,6
2005 IV	2,3	4,4	2,0	1,8	2,1	81,5	0,7	8,5
2006 I	2,3	5,2	2,2	2,2	3,4	82,2	1,0	8,2
II	2,5	5,8	2,4	2,8	4,1	83,0	1,2	7,9
III	2,1	5,4	.	2,7	3,9	83,8	.	7,8
2006 Jun	2,5	5,8	-	-	4,8	-	-	7,8
Jul	2,4	6,0	-	-	3,4	83,6	-	7,8
Ago	2,3	5,7	-	-	6,0	-	-	7,8
Sep	1,7	4,6	-	-	2,9	-	-	7,8
Oct	1,6	4,0	-	-	.	83,9	-	7,7
Nov	1,8	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	72,2	103,5	-64,2	68,2	281,0	103,8	105,8	1,2439
2005	3,7	48,2	-202,3	156,9	320,1	103,0	105,2	1,2441
2005 IV	-3,6	3,9	-36,5	-49,5	320,1	100,9	103,2	1,1884
2006 I	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,2	103,5	1,2023
II	-6,6	6,3	-12,1	98,9	323,8	103,5	105,7	1,2582
III	1,5	6,2	-36,8	26,6	325,0	104,3	106,4	1,2743
2006 Jun	11,4	5,2	-15,9	60,5	323,8	103,9	106,1	1,2650
Jul	3,2	5,6	-9,4	1,0	330,1	104,3	106,5	1,2684
Ago	-1,0	-2,8	-7,6	-15,0	326,4	104,4	106,5	1,2811
Sep	-0,7	3,4	-19,9	40,5	325,0	104,2	106,4	1,2727
Oct	.	.	.	.	325,5	103,7	105,9	1,2611
Nov	.	.	.	.	.	104,4	106,7	1,2881

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

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

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.

2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

3) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2006 10 nov	2006 17 nov	2006 24 nov	2006 1 dic
Oro y derechos en oro	174.860	174.763	174.657	174.537
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	142.834	141.038	142.241	147.154
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.683	22.547	22.846	23.930
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	11.218	10.913	11.462	10.814
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	423.008	424.001	441.532	428.175
Operaciones principales de financiación	303.003	303.999	321.501	307.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.002	120.002	120.002	119.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	23	177
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	0	6	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	9.060	10.083	9.353	9.833
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	79.795	79.422	78.953	78.999
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.027	40.027	40.027	40.027
Otros activos	208.347	210.442	212.243	212.675
Total activo	1.112.832	1.113.236	1.133.314	1.126.144

2. Pasivo

	2006 10 nov	2006 17 nov	2006 24 nov	2006 1 dic
Billetes en circulación	595.647	594.418	593.657	601.760
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	172.666	175.640	170.843	184.044
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	172.644	175.611	170.831	184.009
Facilidad de depósito	19	29	12	32
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	3	0	0	3
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	128	128	128	128
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	54.799	55.867	78.971	44.248
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	16.327	16.143	16.332	16.458
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	101	118	104	83
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.610	5.374	6.940	12.923
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.701	5.701	5.701	5.701
Otros pasivos	70.551	71.542	72.331	72.491
Cuentas de revalorización	123.721	123.721	123.721	123.721
Capital y reservas	64.581	64.584	64.586	64.587
Total pasivo	1.112.832	1.113.236	1.133.314	1.126.144

Fuente: BCE.



1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	7
Operaciones principales de financiación							
2006 9 Ago	359.131	353	318.000	3,00	3,05	3,06	6
15	367.386	349	311.000	3,00	3,05	3,06	8
23	376.014	388	317.500	3,00	3,05	3,06	7
30	3 23.482	343	310.500	3,00	3,00	3,02	7
6 Sep	350.124	346	307.000	3,00	3,04	3,05	7
13	356.118	369	300.500	3,00	3,04	3,04	7
20	346.764	394	311.000	3,00	3,03	3,04	7
27	313.570	354	313.000	3,00	3,00	3,03	6
3 Oct	342.164	342	312.000	3,00	3,02	3,04	8
11	367.380	378	308.000	3,25	3,29	3,30	7
18	378.950	398	318.500	3,25	3,29	3,30	7
25	378.282	387	314.000	3,25	3,30	3,31	7
1 Nov	382.135	366	307.000	3,25	3,31	3,32	7
8	3 92.532	372	303.000	3,25	3,31	3,32	7
15	403.488	368	304.000	3,25	3,31	3,32	7
22	392.901	371	321.500	3,25	3,30	3,31	7
29	385.957	343	308.000	3,25	3,30	3,31	7
6 Dic	374.364	333	329.000	3,25	3,30	3,31	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 22 Dic ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 Abr	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 Jun	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	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 12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 May	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5) Se llevó a cabo una operación excepcional según el procedimiento normal para las operaciones de financiación a plazo más largo (OFFPML) debido a que una puja errónea impidió al BCE ejecutar la OFFPML por el importe total el día anterior.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006 I	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8
2006 Abr	14.649,5	7.740,4	563,8	1.833,0	1.231,5	3.280,7
May	14.769,0	7.765,7	583,5	1.843,6	1.264,4	3.311,7
Jun	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3
Jul	14.797,1	7.787,3	553,4	1.891,9	1.192,2	3.372,4
Ago	14.850,7	7.760,2	576,3	1.906,6	1.234,7	3.372,8
Sep	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 I	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
II	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
2006 11 Jul	165,6	166,3	0,8	0,0	2,81
8 Ago	166,5	167,1	0,6	0,0	2,80
5 Sep	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
10 Oct	166,3	167,0	0,7	0,0	3,03
7 Nov	166,2	167,0	0,8	0,0	3,30
12 Dic	172,5	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez		
	1	2	3	4	5	6				7		
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 II	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
2006 11 Jul	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7
8 Ago	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4
5 Sep	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2
10 Oct	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7
7 Nov	327,4	311,9	120,0	0,1	0,0	0,1	0,0	592,8	60,2	-60,6	167,0	759,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 I	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
II	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
2006 Jul	1.554,2	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	231,2
Ago	1.529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
Sep	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
Oct ^(p)	1.532,3	699,2	20,4	0,6	678,2	210,5	182,8	2,2	25,5	-	16,8	350,3	14,9	240,7
IFM, excluido el Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.653,0	13.684,0	826,9	8.287,4	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.007,0	3.672,0	165,7	1.542,6
2006 I	24.358,8	14.024,0	816,3	8.551,5	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.092,3	3.850,2	166,3	1.557,6
II	24.722,0	14.323,9	809,3	8.784,3	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.104,9	3.872,9	167,9	1.577,8
2006 Jul	24.900,1	14.439,5	806,2	8.859,0	4.774,4	3.601,0	1.385,0	612,4	1.603,5	86,2	1.107,4	3.956,7	168,2	1.541,1
Ago	24.926,0	14.447,8	800,9	8.874,1	4.772,8	3.585,2	1.362,2	609,4	1.613,6	89,4	1.111,2	3.961,3	168,4	1.562,7
Sep	25.370,8	14.609,4	804,2	8.980,6	4.824,5	3.601,3	1.354,4	618,3	1.628,5	88,6	1.133,5	4.104,8	168,9	1.664,4
Oct ^(p)	25.604,1	14.688,0	806,2	9.038,4	4.843,4	3.615,7	1.340,8	633,7	1.641,2	93,8	1.151,9	4.223,3	169,6	1.661,8

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 I	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
II	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
2006 Jul	1.554,2	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	211,3
Ago	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
Sep	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
Oct ^(p)	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
IFM, excluido el Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.653,0	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.052,7
2006 I	24.358,8	-	12.419,6	148,1	7.322,0	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.158,7
II	24.722,0	-	12.708,7	138,1	7.512,7	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.171,9
2006 Jul	24.900,1	-	12.750,8	129,6	7.517,2	5.103,9	713,5	4.095,8	1.395,6	3.779,3	2.165,3
Ago	24.926,0	-	12.723,6	121,1	7.521,6	5.080,8	721,8	4.125,9	1.400,8	3.793,8	2.160,0
Sep	25.370,8	-	12.884,7	147,8	7.615,0	5.121,9	728,0	4.160,6	1.404,9	3.905,2	2.287,4
Oct ^(p)	25.604,1	-	12.911,7	138,5	7.638,1	5.135,1	730,3	4.212,5	1.414,6	4.007,9	2.327,1

Fuente: BCE.

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.892,3	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	708,8	4.009,0	180,4	1.710,0
2006 I	18.475,4	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	780,1	4.199,2	181,0	1.741,8
II	18.738,2	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,4	1.573,1	602,3	782,3	4.216,6	182,5	1.766,8
2006 Jul	18.867,3	9.686,2	826,5	8.859,6	2.173,3	1.558,7	614,6	788,3	4.309,3	183,0	1.727,3
Ago	18.882,8	9.696,0	821,2	8.874,7	2.152,7	1.541,2	611,5	786,9	4.310,1	183,2	1.753,9
Sep	19.260,9	9.805,9	824,6	8.981,3	2.154,8	1.534,3	620,5	802,3	4.453,3	183,7	1.861,0
Oct ^(p)	19.459,5	9.865,6	826,5	9.039,0	2.159,5	1.523,5	635,9	820,1	4.573,7	184,5	1.856,2
	Operaciones										
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.606,3	711,2	12,8	698,4	154,9	75,3	79,6	48,5	448,2	1,4	242,1
2006 I	597,9	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	65,0	206,5	-0,2	31,7
II	367,0	235,5	-7,2	242,7	13,3	-15,6	28,9	9,6	86,1	1,5	21,0
2006 Jul	114,8	72,5	-3,8	76,3	-4,8	-16,6	11,7	1,7	84,2	0,3	-38,9
Ago	20,6	12,4	-5,3	17,7	-22,4	-21,7	-0,7	-4,9	8,1	0,2	27,1
Sep	361,1	115,4	6,1	109,3	-1,1	-9,9	8,9	18,0	123,8	0,7	104,2
Oct ^(p)	185,3	61,5	2,7	58,8	5,4	-9,5	14,9	8,6	114,5	0,8	-5,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	15.723,6	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.051,6	2.842,2	1.842,9	33,6
2005	17.892,3	532,8	173,6	7.228,8	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.258,9	13,7
2006 I	18.475,4	532,3	193,1	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.365,3	22,6
II	18.738,2	553,7	207,4	7.534,2	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.381,4	14,0
2006 Jul	18.867,3	562,7	194,3	7.536,5	627,3	2.470,2	1.274,0	3.810,3	2.376,6	15,3
Ago	18.882,8	559,0	184,8	7.536,6	632,4	2.489,1	1.271,6	3.825,5	2.374,7	9,0
Sep	19.260,9	563,2	203,0	7.631,1	639,4	2.507,8	1.268,8	3.939,0	2.507,4	1,2
Oct ^(p)	19.459,5	567,1	191,9	7.658,1	636,4	2.545,9	1.277,7	4.039,1	2.549,2	-5,9
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.606,3	64,4	10,8	498,1	-3,0	213,5	88,2	448,0	337,1	-50,8
2006 I	597,9	-0,5	19,6	103,0	9,0	77,1	27,0	240,6	87,7	34,5
II	367,0	21,4	15,2	204,8	14,9	64,9	4,4	19,4	16,7	5,3
2006 Jul	114,8	9,0	-13,1	2,5	12,6	16,6	20,7	79,7	-14,2	1,1
Ago	20,6	-3,7	-9,5	0,6	4,2	23,4	-5,0	20,3	-5,2	-4,7
Sep	361,1	4,2	18,2	94,1	-3,8	15,4	1,0	108,2	134,4	-10,6
Oct ^(p)	185,3	3,9	-11,1	27,1	0,2	37,7	-0,6	98,7	38,2	-8,8

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

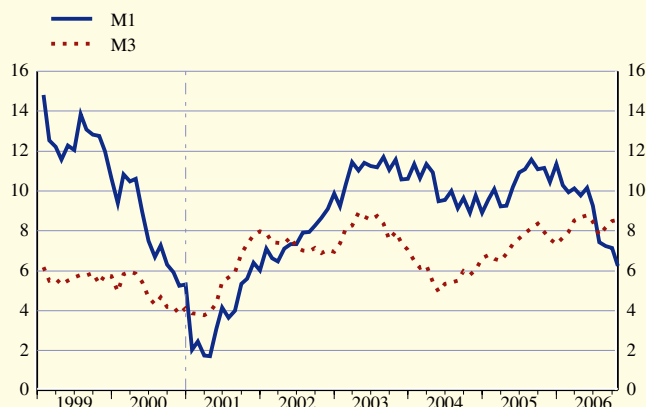
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
			M2	M3-M2						Préstamos	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	964,6	6.533,8	-	4.465,3	2.294,6	8.694,9	7.548,8	385,9
2005	3.423,4	2.650,6	6.074,0	993,7	7.067,6	-	5.005,8	2.468,0	9.555,1	8.281,4	455,8
2006 I	3.496,6	2.722,5	6.219,1	1.007,5	7.226,6	-	5.142,0	2.439,1	9.905,6	8.561,6	442,0
II	3.564,3	2.779,0	6.343,3	1.028,0	7.371,3	-	5.223,6	2.391,4	10.136,4	8.755,5	481,1
2006 Jul	3.545,9	2.804,8	6.350,6	1.036,3	7.386,9	-	5.282,3	2.378,7	10.247,4	8.836,0	500,9
Ago	3.571,0	2.836,7	6.407,7	1.057,7	7.465,4	-	5.296,4	2.369,8	10.329,0	8.908,0	479,3
Sep	3.592,1	2.882,1	6.474,1	1.087,9	7.562,1	-	5.316,1	2.368,7	10.440,5	8.997,7	503,1
Oct ^(p)	3.586,0	2.908,8	6.494,8	1.086,5	7.581,3	-	5.363,2	2.358,3	10.529,8	9.055,2	519,6
	Operaciones										
2004	238,6	110,7	349,3	57,7	407,0	-	341,7	54,5	578,1	506,1	166,0
2005	338,6	138,8	477,5	6,5	483,9	-	396,8	92,6	830,0	699,4	1,9
2006 I	74,9	74,6	149,5	28,8	178,3	-	102,8	-13,6	334,5	267,0	-19,6
II	70,3	60,0	130,2	27,6	157,8	-	106,0	-28,0	250,1	203,7	56,4
2006 Jul	-18,4	25,9	7,4	11,4	18,9	-	49,2	-15,5	107,8	82,1	9,8
Ago	25,0	32,5	57,5	20,9	78,4	-	15,9	-13,1	82,9	74,6	-19,3
Sep	20,3	44,3	64,6	21,5	86,0	-	19,5	-1,4	116,8	92,5	9,7
Oct ^(p)	-6,1	26,9	20,8	1,5	22,3	-	37,4	-8,4	80,5	58,5	11,9
	Tasas de crecimiento										
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,4	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,2	166,0
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,8	4,0	9,5	9,2	1,9
2006 Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,7	2,0	11,5	10,9	-8,5
Jun	9,3	8,8	9,1	4,9	8,5	8,3	8,0	0,1	11,5	11,0	-1,8
2006 Jul	7,4	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,7	-0,7	11,8	11,1	3,0
Ago	7,2	9,8	8,4	7,1	8,2	8,2	8,4	-1,4	11,9	11,3	-11,1
Sep	7,2	9,9	8,4	9,3	8,5	8,4	8,2	-1,5	12,2	11,4	24,8
Oct ^(p)	6,3	10,8	8,2	10,5	8,5	.	8,1	-2,4	12,0	11,2	46,6

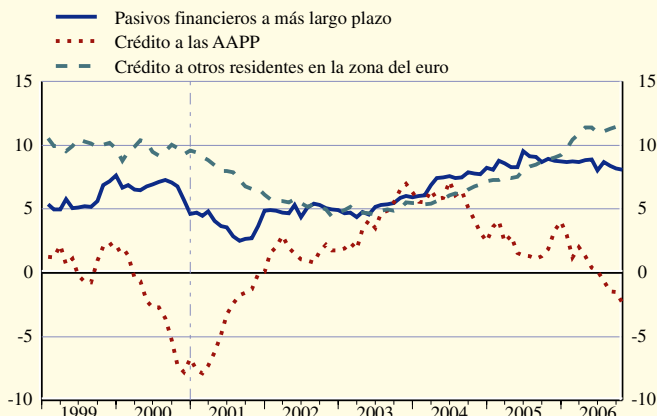
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

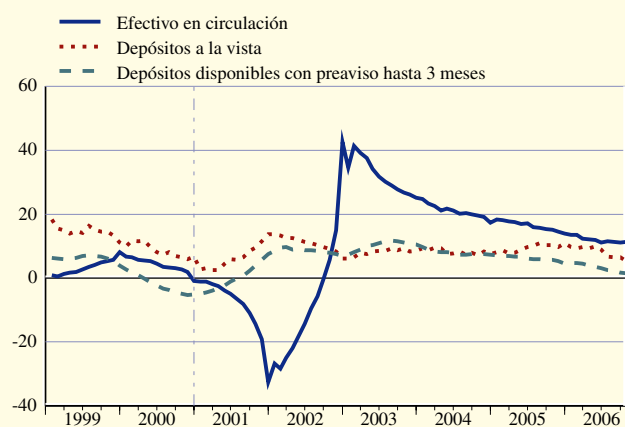
2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	242,3	620,0	102,3	1.964,8	90,2	1.359,5	1.050,8
2005	520,4	2.903,0	1.107,9	1.542,7	236,6	630,8	126,2	2.203,9	87,0	1.515,3	1.199,6
2006 I	535,5	2.961,1	1.159,3	1.563,3	240,9	603,5	163,1	2.240,0	88,4	1.559,7	1.253,8
II	547,8	3.016,6	1.215,6	1.563,4	247,2	619,0	161,7	2.290,5	92,2	1.601,0	1.239,9
2006 Jul	552,3	2.993,6	1.242,1	1.562,7	252,5	623,3	160,5	2.304,6	93,8	1.611,5	1.272,4
Ago	558,7	3.012,3	1.270,0	1.566,7	255,3	624,0	178,4	2.313,5	95,7	1.617,2	1.270,0
Sep	563,4	3.028,6	1.314,4	1.567,6	269,6	641,1	177,2	2.328,4	97,7	1.626,4	1.263,6
Oct ^(p)	572,3	3.013,7	1.342,1	1.566,7	256,3	636,6	193,5	2.339,9	99,6	1.647,7	1.276,0
Operaciones											
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	274,7	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	113,9	88,0
2006 I	15,2	59,8	53,8	20,8	4,3	-5,6	30,1	39,9	1,4	34,8	26,7
II	12,2	58,0	59,6	0,3	7,1	17,0	3,5	58,0	3,8	42,1	2,2
2006 Jul	4,5	-22,9	26,6	-0,7	5,2	6,1	0,1	14,5	1,6	10,5	22,6
Ago	6,4	18,6	28,4	4,1	2,8	-0,2	18,3	13,1	1,9	5,8	-4,9
Sep	4,7	15,6	43,4	0,9	14,2	6,3	1,0	9,5	2,0	10,7	-2,7
Oct ^(p)	8,9	-14,9	27,8	-0,9	-13,3	-1,3	16,1	11,3	1,9	21,3	3,0
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,3	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	4,9
2005 Dic	14,0	10,9	6,6	4,4	-2,8	-0,5	15,7	10,0	-4,7	8,3	8,1
2006 Mar	12,4	9,8	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,5	8,7	-3,2	9,1	9,1
Jun	11,1	8,9	17,2	3,0	2,6	0,8	30,4	8,1	1,6	9,0	7,2
2006 Jul	11,5	6,7	18,9	2,5	4,7	0,7	29,8	8,6	4,1	9,2	8,6
Ago	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,8	42,3	8,2	7,1	9,3	7,8
Sep	11,0	6,5	21,5	1,8	12,3	1,2	43,6	8,1	10,7	9,4	6,5
Oct ^(p)	11,4	5,3	24,1	1,4	8,6	2,2	55,2	7,5	13,8	10,0	6,3

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



Fuente: BCE.

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



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

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

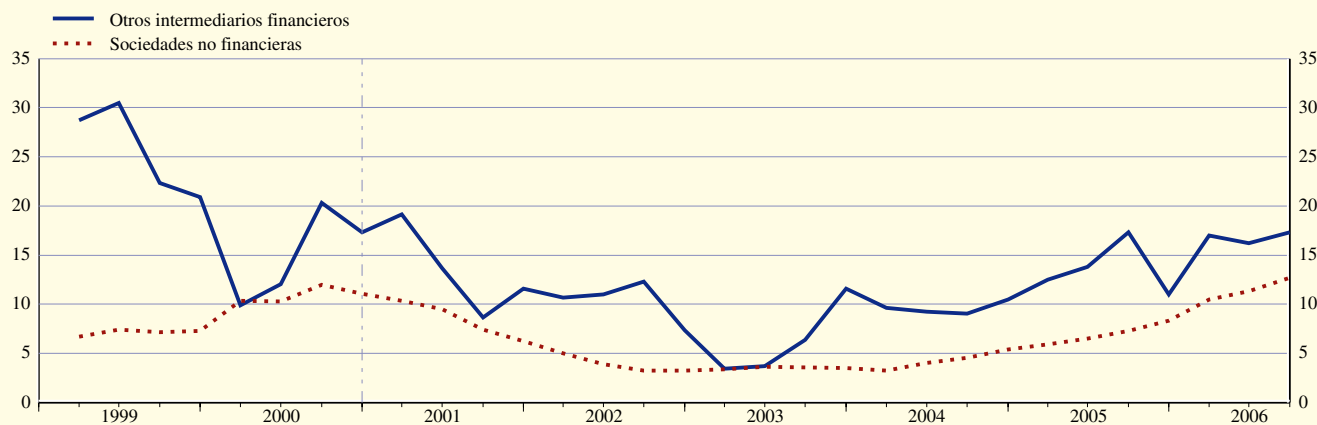
1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ³⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
		Hasta 1 año		Hasta 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 I	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6
II	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5
2006 Jul	90,1	64,4	667,0	407,8	3.685,4	1.110,9	668,0	1.906,6
Ago	86,7	61,3	678,6	415,9	3.679,0	1.086,3	670,8	1.921,8
Sep	89,5	63,4	700,5	437,7	3.730,0	1.108,2	682,6	1.939,2
Oct ^(p)	89,5	63,2	700,0	434,7	3.767,0	1.119,5	692,9	1.954,5
Operaciones								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006 I	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	27,0	35,8	46,1
II	2,8	2,6	13,8	9,0	120,8	39,6	26,4	54,8
2006 Jul	5,5	4,9	-4,9	-9,6	44,0	12,5	16,2	15,3
Ago	-3,4	-3,2	11,8	8,2	-4,9	-24,3	3,7	15,7
Sep	2,8	2,1	23,3	21,6	51,1	21,8	11,8	17,5
Oct ^(p)	0,0	-0,3	-0,7	-3,1	37,6	11,3	10,5	15,8
Tasas de crecimiento								
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,6	6,0	7,0
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Mar	40,3	44,1	17,0	16,8	10,5	7,7	14,9	10,6
Jun	32,5	36,3	16,2	16,7	11,3	8,0	17,4	11,4
2006 Jul	41,2	49,4	15,6	16,5	11,8	9,2	18,4	11,1
Ago	34,3	43,9	19,3	21,9	12,0	9,2	19,5	11,2
Sep	37,1	48,6	17,3	19,4	12,7	10,5	20,6	11,4
Oct ^(p)	29,7	39,0	17,6	19,5	12,9	10,7	20,1	11,7

015

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

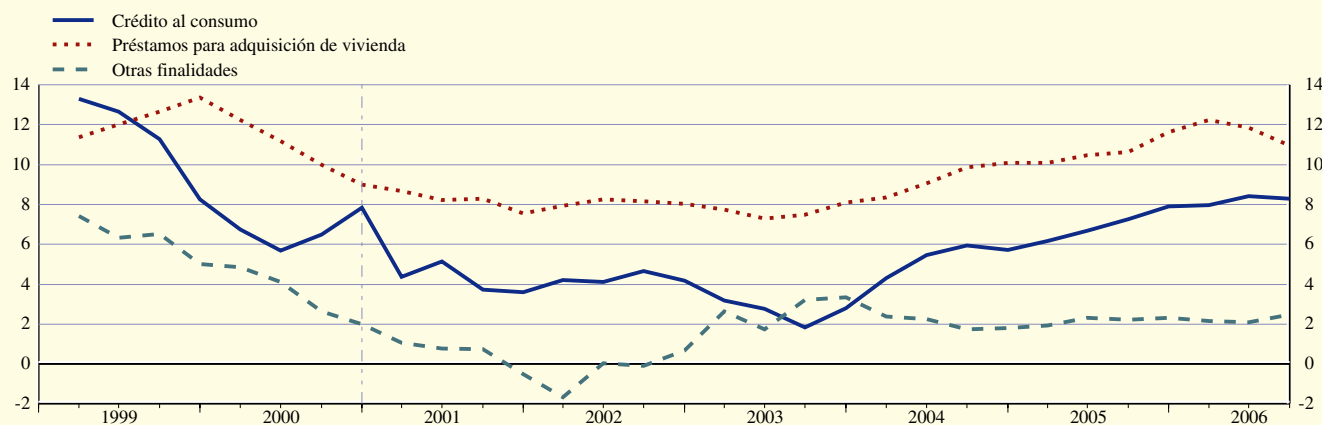
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

2. Préstamos a hogares^{2), 3)}

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.193,3	554,1	129,1	200,7	224,3	2.917,7	15,2	67,5	2.835,0	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 I	4.282,5	557,1	126,2	200,9	230,1	3.006,3	15,1	67,9	2.923,4	719,1	146,4	98,1	474,5
II	4.386,2	576,1	130,6	205,5	240,0	3.081,7	15,8	70,0	2.995,9	728,4	150,7	98,3	479,5
2006 Jul	4.416,4	579,6	131,2	206,0	242,3	3.110,4	15,8	70,4	3.024,2	726,4	146,8	98,5	481,2
Ago	4.429,8	580,1	130,2	205,5	244,4	3.124,7	15,8	70,5	3.038,5	725,0	145,5	98,5	481,0
Sep	4.460,7	582,7	131,0	206,3	245,3	3.149,2	16,5	70,9	3.061,8	728,8	146,9	99,2	482,7
Oct ^(p)	4.481,8	584,1	132,7	206,3	245,2	3.168,4	15,7	71,3	3.081,5	729,3	146,3	99,3	483,7
	Operaciones												
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,0	11,6	20,0	302,9	0,7	4,8	297,4	16,2	3,8	1,3	11,1
2006 I	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,0
II	105,4	19,3	4,5	4,3	10,4	75,6	0,6	1,9	73,0	10,5	4,5	0,7	5,4
2006 Jul	31,7	3,9	0,8	0,5	2,6	29,2	0,0	0,5	28,7	-1,4	-3,8	0,1	2,2
Ago	14,2	0,5	-0,8	-0,5	1,8	14,4	0,0	0,1	14,3	-0,6	-1,4	0,2	0,6
Sep	32,0	4,3	1,0	1,0	2,2	24,7	0,7	0,4	23,5	3,1	1,4	0,7	1,0
Oct ^(p)	22,0	1,7	1,8	0,1	-0,1	19,4	-0,8	0,4	19,8	0,9	-0,5	0,2	1,2
	Tasas de crecimiento												
2004 Dic	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,6	5,2	7,5	11,8	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Mar	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,2	6,9	6,0	12,4	2,2	1,6	2,1	2,4
Jun	9,6	8,4	6,2	4,8	13,1	11,8	7,5	8,1	12,0	2,1	0,8	2,4	2,4
2006 Jul	9,5	8,7	8,5	4,0	13,1	11,4	7,3	7,9	11,6	2,3	1,3	2,4	2,6
Ago	9,2	8,3	6,9	4,0	13,2	11,1	9,1	7,4	11,2	2,3	1,4	2,5	2,5
Sep	9,1	8,3	5,7	4,2	13,5	11,0	10,0	7,4	11,1	2,5	1,4	3,3	2,6
Oct ^(p)	8,7	7,7	6,0	3,6	12,4	10,4	7,0	7,5	10,5	2,5	1,6	3,5	2,5

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

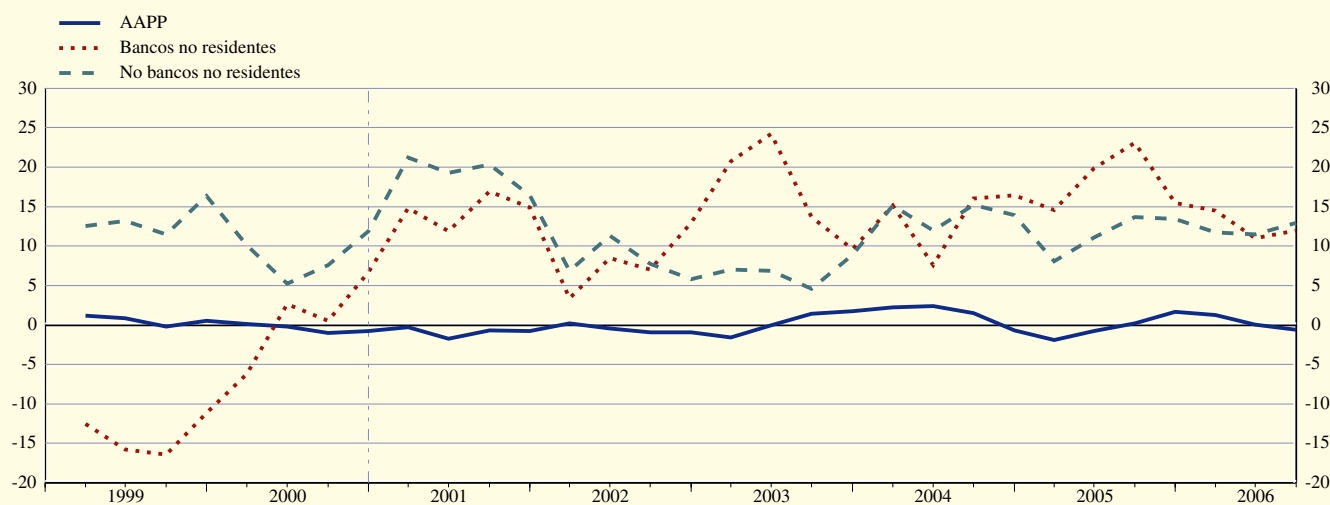
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.723,6	761,6	66,0	695,6
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.823,0	771,7	62,9	708,8
II	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.841,2	770,1	66,5	703,7
III ^(p)	804,2	102,1	230,1	438,9	33,1	2.740,7	1.923,4	817,3	67,4	750,0
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	209,4	87,6	4,7	82,9
2006 I	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,6	3,6	9,9
III ^(p)	-3,0	-2,4	-4,3	2,7	1,1	124,9	78,0	46,9	0,2	46,6
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	15,4	13,4	7,7	14,0
2006 Mar	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,5	11,7	1,7	12,7
Jun	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	11,0	11,5	7,3	11,9
Sep ^(p)	-0,6	-12,5	-7,9	7,1	1,3	12,3	12,0	13,0	4,3	13,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

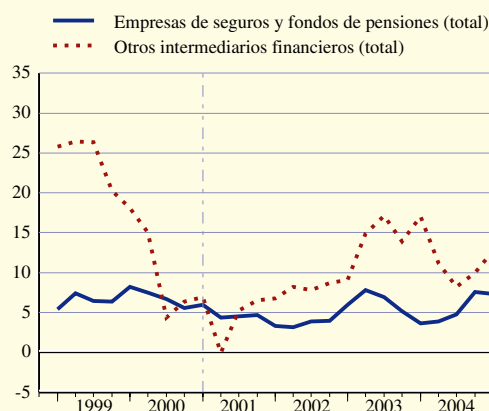
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros²⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	882,8	233,9	185,0	332,2	10,5	0,1	121,1
2006 I	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	989,2	271,5	195,1	376,3	11,0	0,1	135,2
II	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.048,2	278,1	213,3	407,0	10,8	0,2	138,8
2006 Jul	633,0	65,3	51,9	488,6	1,0	1,4	24,9	1.037,5	263,6	212,4	416,0	9,9	0,2	135,4
Ago	635,5	61,6	52,0	491,9	1,0	0,3	28,7	1.037,9	257,6	215,0	416,2	9,4	0,2	139,4
Sep	637,3	66,7	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.084,5	272,2	236,2	420,6	10,2	0,3	145,0
Oct ^(p)	638,7	66,3	48,3	493,0	1,0	1,4	28,7	1.091,8	260,4	240,5	443,8	10,2	0,2	136,6
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	178,4	40,1	37,3	99,2	1,5	0,0	0,4
2006 I	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
II	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
2006 Jul	7,3	-3,3	4,0	3,9	0,0	0,0	2,8	-10,7	-14,6	-0,9	9,1	-1,0	0,0	-3,4
Ago	2,5	-3,7	0,1	3,3	0,0	-1,1	3,8	0,1	-6,5	2,7	0,3	-0,4	0,0	4,0
Sep	1,7	5,0	-0,9	0,8	0,0	1,1	-4,3	46,0	14,4	20,9	4,4	0,7	0,1	5,6
Oct ^(p)	1,4	-0,4	-2,8	0,3	0,0	0,0	4,3	6,3	-11,9	4,4	22,1	0,1	0,0	-8,4
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,2	22,2	25,0	48,4	14,3	-	0,4
2006 Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
Jun	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,7	18,2	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
2006 Jul	4,7	1,3	-0,9	5,1	-7,1	-0,7	24,0	25,0	13,5	36,7	43,4	-14,4	-	-3,5
Ago	5,1	3,9	1,3	5,5	-8,2	-79,2	13,2	25,2	14,0	36,7	43,3	-16,1	-	-2,5
Sep	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,3	7,9	39,5	41,0	-3,2	-	8,0
Oct ^(p)	4,6	-0,8	-0,1	5,2	-13,5	-4,4	19,3	24,2	7,7	36,9	43,9	-6,0	-	-3,4

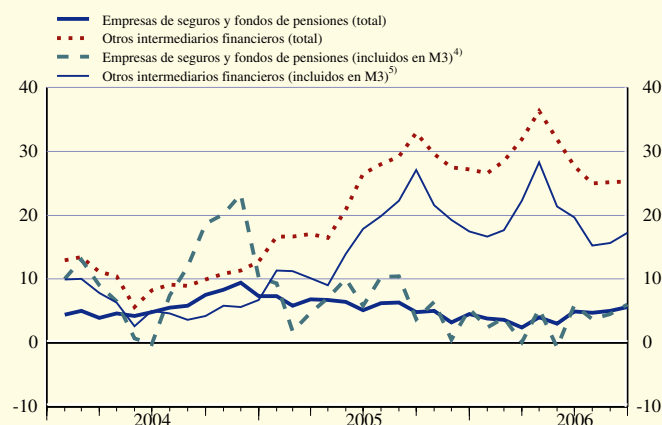
C8 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

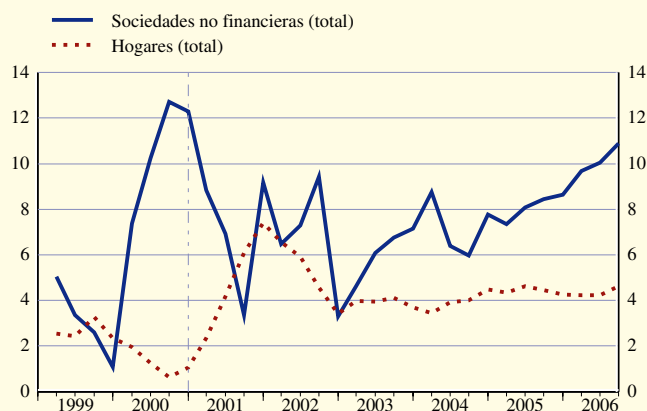
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006 I	1.199,9	745,5	313,0	71,9	46,7	1,2	21,6	4.355,8	1.673,8	549,3	623,6	1.367,7	86,3	55,1
II	1.236,7	783,6	313,1	73,2	43,6	1,2	22,0	4.422,9	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
2006 Jul	1.231,1	775,3	315,8	72,4	42,8	1,3	23,5	4.434,3	1.718,3	587,3	613,7	1.361,9	90,2	63,0
Ago	1.243,8	769,9	330,3	72,4	43,1	2,4	25,7	4.421,4	1.686,7	602,9	612,5	1.360,8	91,7	66,9
Sep	1.268,8	790,3	334,6	73,7	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,2	613,8	608,8	1.355,5	93,0	64,8
Oct ^(p)	1.277,3	782,3	353,9	72,8	42,5	1,3	24,4	4.442,6	1.695,6	629,9	605,0	1.350,2	95,1	66,9
Operaciones														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006 I	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,1	13,9	1,8	2,3
II	40,0	39,3	2,0	1,3	-3,0	0,0	0,4	68,5	52,2	21,0	-7,0	-3,7	2,7	3,4
2006 Jul	-5,6	-8,3	2,8	-0,8	-0,8	0,0	1,5	11,4	-7,3	18,0	-2,8	-2,0	1,1	4,5
Ago	13,2	-5,2	14,8	0,1	0,3	1,1	2,2	-12,5	-31,5	15,8	-1,2	-1,1	1,5	3,9
Sep	24,2	20,1	3,8	1,2	0,7	-1,1	-0,6	18,7	16,4	10,6	-2,2	-5,3	1,3	-2,1
Oct ^(p)	9,6	-8,0	19,4	0,2	-1,3	0,0	-0,6	3,6	-7,7	16,1	-3,7	-5,4	2,1	2,1
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Mar	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
Jun	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
2006 Jul	9,4	8,1	14,4	8,8	1,0	-5,6	10,1	4,0	4,6	14,5	-2,8	1,8	4,4	17,5
Ago	10,0	7,9	16,2	9,0	2,7	88,2	13,6	4,4	4,8	17,0	-3,0	1,5	7,3	22,9
Sep	10,9	10,1	13,8	14,5	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
Oct ^(p)	9,8	6,7	18,0	13,5	-4,8	4,6	16,4	4,7	4,1	21,8	-3,2	0,9	14,0	30,6

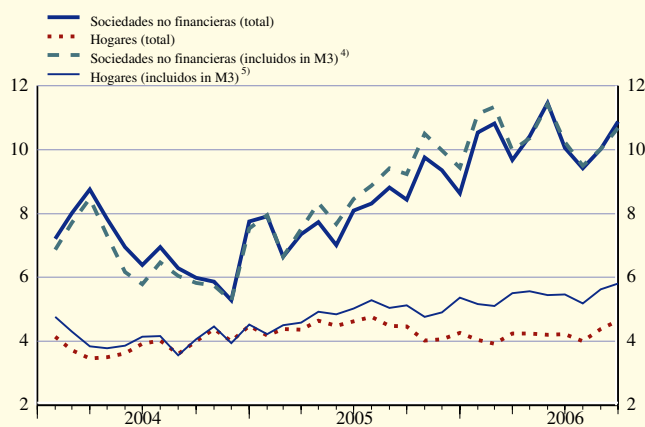
C10 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

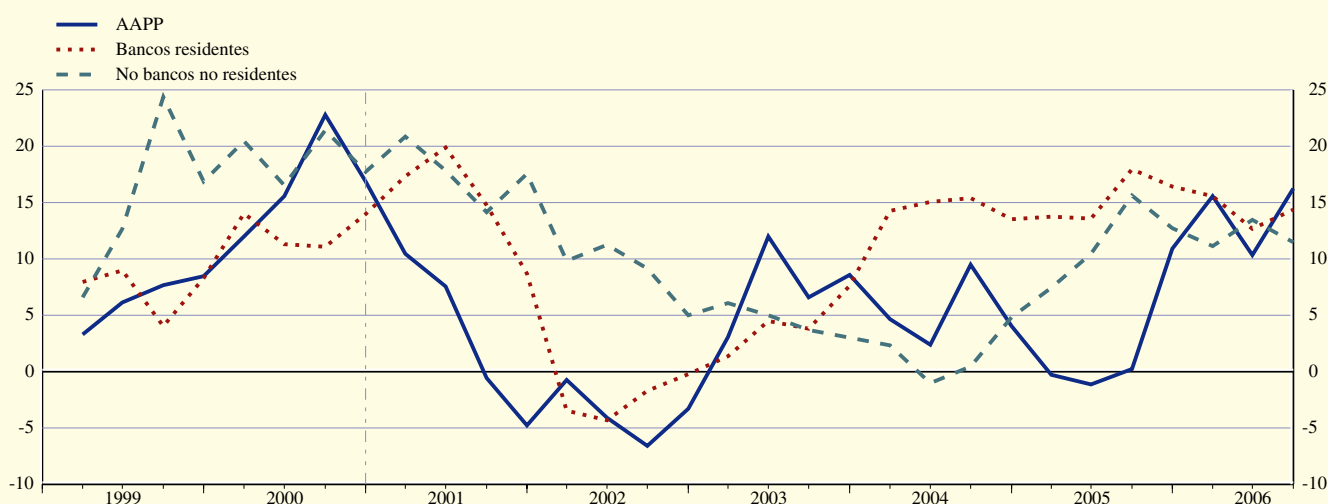
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III ^(p)	333,1	147,8	41,5	83,7	60,1	3.374,4	2.499,1	875,3	132,4	742,9
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III ^(p)	15,9	9,7	1,9	1,1	3,2	162,6	124,4	38,2	4,1	34,0
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
Jun	10,3	2,7	13,1	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep ^(p)	16,2	10,1	15,5	17,5	33,0	13,6	14,4	11,4	5,7	12,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

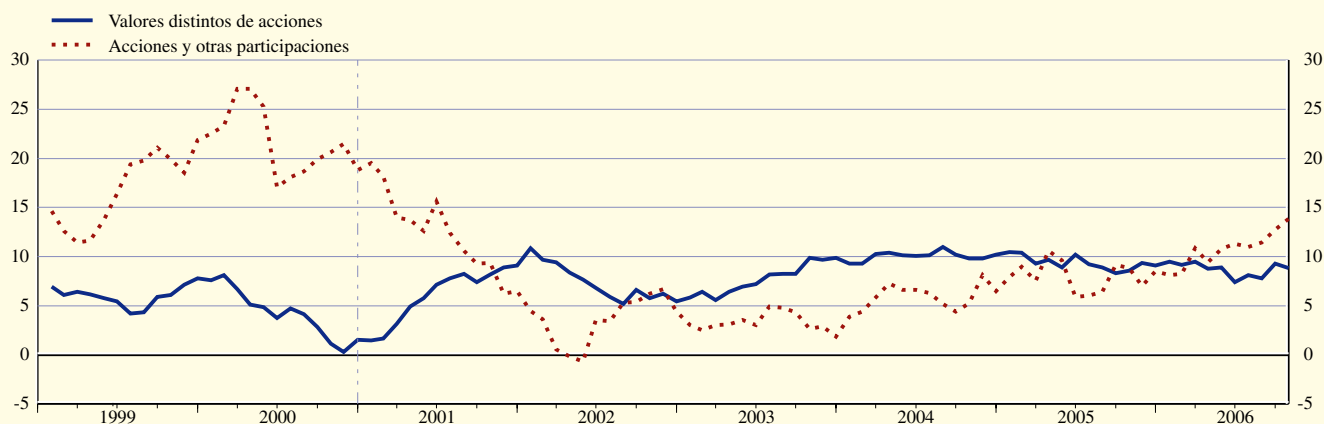
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.434,7	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	936,2	1.256,4	308,5	698,4	249,4
2006 I	4.567,1	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	982,2	1.364,4	323,6	768,7	272,1
II	4.584,4	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	996,4	1.368,6	334,5	770,4	263,8
2006 Jul	4.629,2	1.533,9	69,6	1.367,9	17,2	584,1	28,3	1.028,2	1.372,2	331,1	776,3	264,8
Ago	4.623,5	1.545,0	68,6	1.344,9	17,3	580,5	28,9	1.038,3	1.381,9	336,3	774,9	270,7
Sep	4.682,6	1.559,0	69,5	1.337,7	16,7	589,4	28,9	1.081,3	1.414,9	343,3	790,2	281,5
Oct ^(p)	4.718,5	1.570,1	71,1	1.324,2	16,6	603,3	30,3	1.102,8	1.445,1	344,2	807,7	293,2
	Operaciones											
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	360,6	85,7	2,0	51,4	-0,9	71,6	7,6	143,2	98,8	26,9	48,7	23,3
2006 I	171,9	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	59,9	91,2	10,7	64,3	16,1
II	53,3	15,1	-2,0	-20,6	1,0	29,1	-0,3	31,0	16,8	13,5	8,6	-5,3
2006 Jul	42,0	13,2	3,7	-19,2	-0,1	11,0	0,9	32,4	-3,1	-4,2	1,8	-0,7
Ago	-7,8	10,3	-1,0	-26,5	0,2	-1,4	0,7	9,9	3,4	3,6	-4,8	4,6
Sep	49,7	18,1	0,6	-9,5	-0,8	9,0	-0,2	32,6	29,9	2,7	18,0	9,2
Oct ^(p)	33,5	11,1	1,4	-12,7	-0,1	13,6	1,4	18,9	16,6	-0,4	8,6	8,4
	Tasas de crecimiento											
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,1	6,3	3,6	4,1	-4,5	15,9	43,3	18,5	8,5	9,5	7,3	10,7
2006 Mar	9,5	8,3	1,2	1,5	-0,4	16,4	67,6	20,9	10,8	10,0	14,2	2,6
Jun	7,4	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	17,4	11,3	12,6	11,5	9,0
2006 Jul	8,1	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,1	48,1	20,7	11,0	10,1	12,7	6,9
Ago	7,8	7,1	4,9	-3,5	9,4	20,4	46,3	19,2	11,4	12,0	12,0	8,8
Sep	9,3	8,6	5,7	-3,5	1,7	21,9	51,5	23,2	12,8	12,8	12,9	12,4
Oct ^(p)	8,9	9,1	5,2	-5,4	-1,0	21,5	39,2	23,6	13,8	12,5	12,9	18,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 I	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
II	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-1,4	-0,1	-0,6	-0,7
2006 Jul	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2
Ago	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Sep	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Oct ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-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
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 I	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
II	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
2006 Jul	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Oct ^(p)	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	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
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	24,8	3,4	0,5	7,5	0,7	1,6	0,3	10,7	37,4	4,6	17,4	15,4
2006 I	-5,1	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	1,2	17,1	3,9	6,8	6,3
II	-13,2	0,2	-0,1	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-7,4	-14,3	-2,3	-6,9	-5,1
2006 Jul	4,9	0,3	0,0	2,5	0,0	1,2	0,0	0,9	6,0	0,9	3,5	1,7
Ago	3,3	0,8	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	1,4	5,4	1,0	3,2	1,3
Sep	4,2	1,0	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,8	4,5	1,2	1,7	1,6
Oct ^(p)	1,0	0,4	0,0	-1,2	0,0	0,9	0,0	0,8	13,5	1,3	8,8	3,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	De residentes en la zona del euro													
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.363,4	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 I	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.470,1	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.650,8	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	5.121,9	90,4	9,6	5,8	0,5	1,3	1,2	7.762,7	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 I	2.410,4	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
II	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III ^(p)	2.499,1	47,5	52,5	34,1	2,2	2,6	10,4	875,3	51,6	48,4	31,4	1,6	2,2	10,1

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006 I	4.656,3	-	-	-	-	-	-	9.367,8	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5
II	4.730,3	-	-	-	-	-	-	9.593,6	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5
III ^(p)	4.824,5	-	-	-	-	-	-	9.784,9	96,3	3,7	1,7	0,2	1,1	0,6
	A no residentes en la zona del euro													
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.723,6	48,5	51,5	30,6	4,3	2,0	10,1	761,6	38,2	61,8	43,6	1,8	4,2	8,6
2006 I	1.823,0	49,6	50,4	30,4	3,8	2,4	9,2	771,7	39,0	61,0	44,0	1,7	3,9	7,8
II	1.841,2	49,6	50,4	29,5	2,8	2,4	10,6	770,1	40,4	59,6	42,1	1,1	4,1	8,3
III ^(p)	1.923,4	50,2	49,8	29,3	2,3	2,2	10,7	817,3	41,3	58,7	41,2	1,9	3,6	8,6

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total							Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 I	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
II	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,7	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	1.628,5	95,7	4,3	2,1	0,2	0,3	1,3	1.972,7	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	395,5	49,4	50,6	29,7	0,8	0,6	15,9	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 I	422,4	51,0	49,0	28,2	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
II	438,8	52,1	47,9	28,0	1,0	0,5	15,1	557,6	38,0	62,0	34,9	6,2	0,8	14,7
III ^(p)	471,1	51,2	48,8	29,4	0,7	0,7	14,7	610,2	36,2	63,8	36,8	5,4	0,7	15,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Activo

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

2. Pasivo

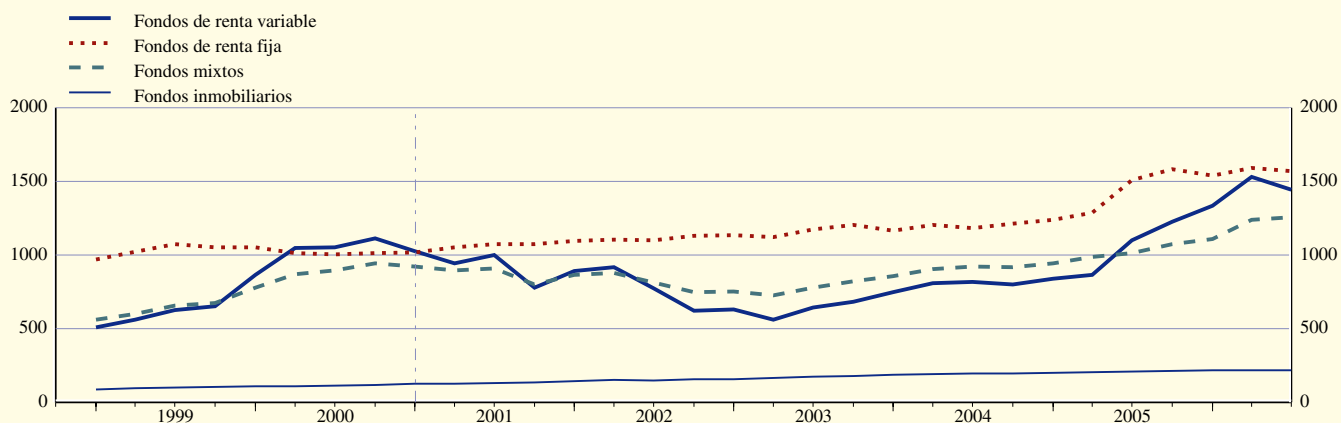
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2005 I	4.058,4	61,6	3.798,0	198,8
II	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II ^(p)	5.135,4	76,4	4.787,2	271,8

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

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

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2005 I	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
II	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
III	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
IV	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 I	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
II ^(p)	1.442,1	52,1	51,4	6,5	44,9	1.220,4	69,7	-	48,6
Fondos de renta fija									
2005 I	1.285,8	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
II	1.510,2	110,5	1.229,5	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
III	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
IV	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 I	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II ^(p)	1.569,8	106,5	1.264,6	87,3	1.177,3	38,5	48,2	-	112,1
Fondos mixtos									
2005 I	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
II	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,2	0,2	79,4
III	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
IV	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 I	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
II ^(p)	1.255,8	71,8	483,8	40,3	443,6	318,2	253,4	0,2	128,4
Fondos inmobiliarios									
2005 I	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
II	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,1	9,0
III	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
IV	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II ^(p)	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2005 I	3.041,3	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,1
II	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,7	144,8	207,2
III	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
IV	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 I	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
II ^(p)	3.911,3	256,7	1.321,1	1.448,1	452,9	151,2	281,2
Fondos de inversores especiales							
2005 I	1.017,0	46,6	557,7	261,9	90,3	22,0	38,6
II	1.067,9	48,7	575,9	274,8	103,9	22,8	41,9
III	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
IV	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II ^(p)	1.224,1	59,7	587,0	327,7	148,9	29,1	71,7

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005 I	16.977,4	6.358,0	409,6	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	328,2	373,5
II	17.426,5	6.528,6	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	336,1	369,7
III	17.775,6	6.528,9	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	341,5	389,2
IV	18.218,0	6.730,1	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	358,8	366,8
2006 I	18.710,2	6.751,8	459,7	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	365,3	376,9
II	18.641,8	6.906,1	478,9	5.859,2	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	360,6	373,9
	Operaciones										
2005 I	146,3	13,3	-2,6	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-5,1	22,5
II	303,8	163,7	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,4	-12,5
III	95,0	0,5	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,1	11,4
IV	297,3	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-12,3
2006 I	154,1	24,2	-5,8	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6
II	310,8	159,9	19,2	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-3,4
	Tasas de crecimiento										
2005 I	4,7	5,7	16,5	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	5,6	3,9
II	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,5	1,4
III	4,4	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	1,5
IV	5,0	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	7,1	2,7
2006 I	5,0	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,8	-2,4
II	4,9	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	0,1

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

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2005 I	18.251,8	9.030,9	7.877,9	925,3	77,4	847,9	3.811,7	1.190,4	2.621,3	4.293,9	292,2	4.001,8	465,5
II	18.805,1	9.246,5	8.110,3	926,7	82,2	844,5	3.907,7	1.239,2	2.668,5	4.412,0	302,7	4.109,3	528,5
III	19.266,9	9.377,0	8.240,1	930,9	87,5	843,4	3.943,1	1.226,4	2.716,7	4.503,0	300,2	4.202,8	555,5
IV	19.525,3	9.600,9	8.450,6	937,8	79,8	858,1	4.044,7	1.266,6	2.778,1	4.618,4	306,5	4.311,9	588,9
2006 I	20.155,4	9.824,3	8.645,3	932,7	86,7	846,0	4.181,0	1.286,4	2.894,6	4.710,6	302,6	4.408,1	648,1
II	20.092,7	9.913,1	8.856,4	861,6	88,7	772,9	4.233,1	1.305,8	2.927,3	4.818,4	312,1	4.506,2	694,5
	Operaciones												
2005 I	235,6	101,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	43,1	5,8	37,3	64,9	0,7	64,2	15,8
II	342,0	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,6	39,3	45,3	113,7	10,4	103,2	51,6
III	207,4	131,0	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,4	-16,6	50,0	93,1	-2,5	95,6	28,6
IV	281,6	268,2	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,5	45,5	86,0	122,2	6,5	115,7	45,6
2006 I	302,4	204,7	176,8	-5,0	6,9	-11,9	120,8	21,7	99,1	88,8	-2,3	91,1	56,7
II	326,0	240,3	219,0	-7,6	2,3	-9,9	134,1	47,4	86,7	113,9	9,9	104,0	59,8
	Tasas de crecimiento												
2005 I	4,5	5,7	6,0	-1,9	-10,1	-1,0	4,8	3,1	5,6	8,3	3,9	8,7	5,6
II	4,8	6,2	6,6	-0,8	-10,1	0,2	5,2	4,8	5,3	8,7	4,9	9,0	18,3
III	5,1	6,6	7,1	0,2	-2,8	0,5	5,8	4,4	6,5	8,8	5,0	9,1	23,4
IV	6,0	7,8	8,2	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,2	8,4	9,3	5,2	9,6	32,0
2006 I	6,2	8,9	9,2	1,6	12,4	0,6	9,7	7,6	10,7	9,7	4,1	10,1	39,2
II	5,9	9,1	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,7	7,9	12,1	9,5	3,8	9,9	36,1

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de las AAPP	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
	Saldos vivos									
2005 I	5.499,4	4.834,2	602,4	4.231,8	665,2	237,0	428,2	3.138,6	279,1	303,7
II	5.714,5	5.032,5	625,7	4.406,8	682,0	246,0	436,0	3.243,6	293,6	307,0
III	5.703,2	5.026,3	611,8	4.414,5	676,8	239,1	437,7	3.580,2	296,1	310,5
IV	5.623,4	4.960,3	587,6	4.372,7	663,1	233,9	429,2	3.675,5	311,7	313,8
2006 I	5.611,5	4.943,6	597,1	4.346,5	668,0	245,8	422,2	4.082,8	319,6	317,1
II	5.605,2	4.921,3	610,7	4.310,7	683,9	250,5	433,4	3.940,1	314,1	320,2
	Operaciones									
2005 I	135,6	125,6	11,1	114,5	10,0	15,3	-5,4	4,7	-9,3	2,8
II	123,6	112,9	24,5	88,4	10,7	9,0	1,8	1,4	14,5	3,3
III	-8,8	-4,1	-13,7	9,6	-4,8	-7,0	2,3	79,3	2,6	3,4
IV	-24,7	-19,7	-24,4	4,7	-5,0	-5,2	0,2	20,5	14,4	3,3
2006 I	89,0	79,0	9,7	69,3	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3
II	69,9	47,2	13,1	34,1	22,7	4,6	18,1	18,2	-5,4	3,1
	Tasas de crecimiento									
2005 I	4,8	4,8	1,4	5,3	5,0	8,3	3,3	0,5	4,6	4,5
II	4,8	5,1	1,9	5,5	3,1	5,8	1,7	0,5	7,1	4,5
III	3,7	4,0	-0,4	4,7	1,1	4,3	-0,6	3,2	5,3	4,5
IV	4,2	4,5	-0,4	5,3	1,7	5,5	-0,3	3,6	7,7	4,2
2006 I	3,3	3,5	-0,6	4,1	1,6	3,7	0,5	3,1	14,1	4,4
II	2,2	2,0	-2,4	2,7	3,4	1,8	4,2	3,6	6,6	4,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario						Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
	Saldos vivos													
2005 I	1.517,3	725,9	791,4	67,0	129,7	4.536,1	90,1	58,2	21,5	220,3	4.204,3	3.587,3	617,0	
II	1.591,4	758,1	833,3	87,0	131,9	4.654,9	92,8	63,8	21,6	223,3	4.317,2	3.702,7	614,5	
III	1.703,8	830,5	873,3	87,8	134,3	4.782,1	92,4	65,2	22,2	251,2	4.416,2	3.793,8	622,4	
IV	1.751,6	853,1	898,5	80,6	136,3	4.904,0	64,9	64,6	22,2	285,9	4.530,9	3.901,8	629,0	
2006 I	1.864,9	911,3	953,6	79,7	138,9	5.029,0	82,4	81,9	22,1	298,7	4.625,8	3.987,1	638,7	
II	1.837,6	879,0	958,7	84,1	141,3	5.053,9	85,3	84,7	22,0	272,5	4.674,1	4.032,0	642,1	
	Operaciones													
2005 I	25,2	7,0	18,2	-0,3	3,4	85,6	9,7	8,6	0,6	0,0	75,3	62,7	12,7	
II	29,1	4,5	24,6	6,6	2,0	75,7	2,8	5,5	0,0	0,5	72,4	68,5	4,0	
III	34,5	16,9	17,6	0,9	2,4	78,0	-0,4	1,4	0,5	1,1	76,8	68,9	7,9	
IV	18,6	-4,8	23,4	-8,1	1,4	85,9	-0,5	-0,6	0,1	4,0	82,3	76,7	5,6	
2006 I	34,6	0,8	33,7	-0,8	3,8	112,8	17,3	17,1	0,0	0,1	95,4	84,6	10,9	
II	24,2	6,1	18,1	3,4	3,3	76,6	3,0	2,8	0,0	0,1	73,5	70,1	3,4	
	Tasas de crecimiento													
2005 I	3,5	2,0	4,8	6,2	4,2	6,3	5,4	23,7	-6,1	1,2	6,6	6,9	4,9	
II	5,4	3,2	7,5	17,0	4,9	6,5	3,5	17,6	-5,4	1,4	6,9	7,3	4,6	
III	6,9	4,4	9,2	19,7	5,1	6,8	1,1	22,8	5,7	0,9	7,2	7,6	5,0	
IV	7,4	3,4	11,1	-1,5	7,4	7,4	14,4	30,8	6,0	2,7	7,5	7,9	5,0	
2006 I	7,7	2,4	12,6	-2,2	7,5	7,8	21,2	40,4	3,1	2,6	7,8	8,3	4,6	
II	7,0	2,5	11,1	-5,3	8,3	7,6	20,8	32,5	2,8	2,4	7,6	8,1	4,5	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	508,0	1.353,7	-871,5	25,7	0,1	3.313,5	-1,3	566,5	499,5	879,5	1.090,1	264,7	14,4
2000	565,4	1.456,0	-927,2	36,3	0,3	3.282,1	-1,3	369,1	334,9	797,9	1.506,6	251,4	23,5
2001	517,6	1.483,0	-976,7	10,6	0,6	2.797,7	0,5	583,2	578,4	693,8	727,1	254,4	-39,6
2002	453,0	1.481,8	-1.013,9	-15,3	0,5	2.545,7	-0,9	802,0	376,5	520,7	599,7	226,2	21,5
2003	464,0	1.507,3	-1.043,4	-0,3	0,4	2.756,8	-1,7	737,8	576,0	613,6	577,0	240,9	13,2
2004	509,7	1.573,2	-1.086,0	22,6	-0,2	3.148,8	-1,6	1.007,4	647,0	710,5	520,3	257,7	7,6

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

2. Sociedades no financieras

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

3. Hogares ⁵⁾

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

Fuente: BCE.

1) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

2) Excluidos los derivados financieros.

3) Derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago o de cobro.

4) Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).

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

6) Ahorro bruto dividido por la renta bruta disponible y el incremento neto de las participaciones en las reservas de los fondos de pensiones.

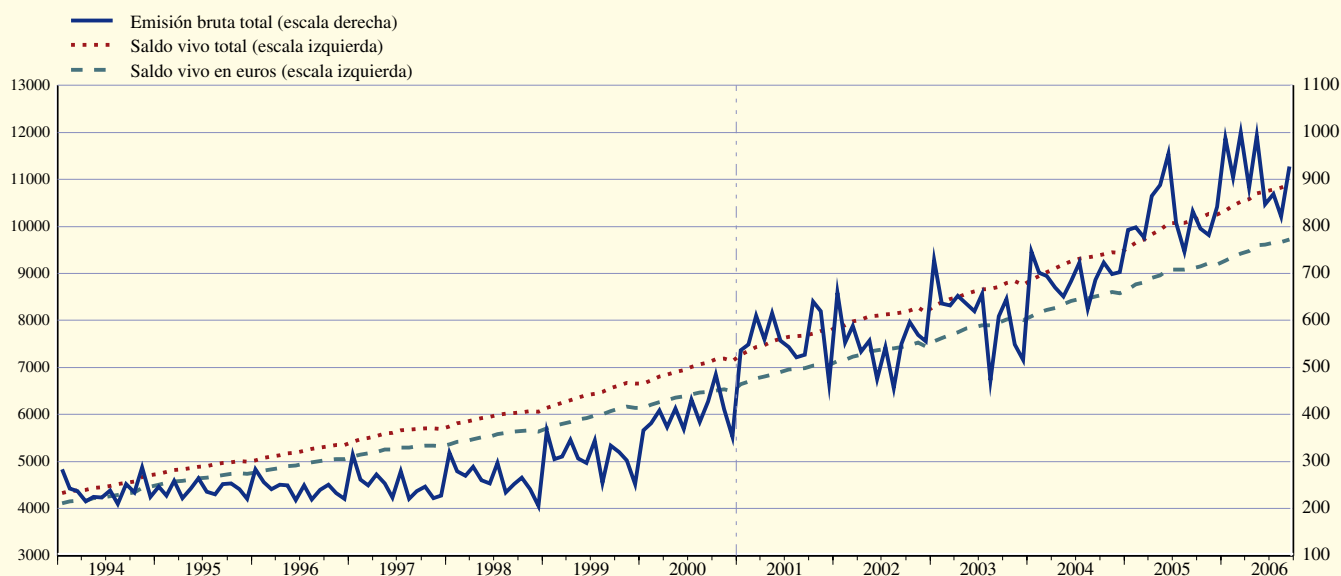
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	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											
2005 Sep	10.727,7	894,5	100,5	9.114,5	787,6	37,5	10.126,2	832,4	48,6	7,4	48,4	7,3
Oct	10.742,7	798,4	15,3	9.151,1	745,0	36,7	10.180,8	794,9	53,8	7,5	54,3	6,4
Nov	10.820,1	801,7	79,1	9.211,2	734,6	61,6	10.267,9	781,5	74,2	7,6	71,1	7,3
Dic	10.834,6	871,0	12,8	9.188,6	794,8	-24,1	10.250,6	841,6	-24,7	7,6	76,0	6,1
2006 Ene	10.883,8	972,1	55,1	9.267,5	927,6	84,7	10.333,6	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
Feb	10.992,2	918,4	105,8	9.347,0	846,7	76,9	10.441,1	903,5	89,6	7,2	61,9	7,5
Mar	11.146,0	1.052,7	153,6	9.428,3	937,9	81,1	10.525,7	999,4	97,6	7,6	70,6	8,0
Abr	11.169,0	874,9	19,6	9.480,2	821,8	48,8	10.583,9	883,0	68,2	7,2	56,3	8,0
May	11.297,7	1.010,9	128,8	9.594,4	940,3	114,3	10.707,0	992,5	128,1	7,8	90,9	8,3
Jun	11.357,5	895,6	64,3	9.614,3	794,0	24,2	10.738,3	847,0	32,9	6,7	25,3	7,2
Jul	11.369,9	877,7	11,8	9.649,9	821,1	34,9	10.787,6	868,7	44,7	7,1	53,7	7,0
Ago	11.402,2	836,8	31,8	9.671,3	778,8	21,0	10.817,5	821,4	24,4	7,3	74,5	7,2
Sep	11.529,5	1.007,0	126,7	9.724,6	881,3	52,7	10.888,4	926,6	59,1	7,4	59,3	7,0
	A largo plazo											
2005 Sep	9.743,4	188,6	68,6	8.266,1	143,8	43,6	9.146,7	163,3	55,0	8,0	47,6	7,5
Oct	9.775,0	166,5	32,5	8.283,6	137,4	18,4	9.181,2	159,3	31,6	8,0	44,8	6,8
Nov	9.857,4	168,3	83,3	8.348,6	131,9	65,8	9.270,7	152,6	80,5	8,2	76,7	7,7
Dic	9.901,4	178,4	41,9	8.375,9	147,2	25,3	9.303,6	166,0	27,6	8,3	72,2	6,2
2006 Ene	9.944,5	195,9	48,3	8.415,3	173,5	44,5	9.344,0	195,4	56,9	8,1	57,4	7,3
Feb	10.034,5	215,0	88,5	8.477,0	170,7	60,1	9.429,8	196,3	72,3	7,6	50,0	7,8
Mar	10.133,0	245,3	98,9	8.548,4	194,3	71,8	9.499,0	220,1	80,1	7,8	60,7	8,1
Abr	10.169,2	174,7	34,7	8.577,9	141,6	28,2	9.537,1	170,6	48,1	7,5	49,5	8,1
May	10.269,7	205,7	100,8	8.663,8	167,5	86,1	9.630,4	187,0	95,7	7,7	63,7	7,8
Jun	10.328,8	198,4	60,3	8.728,3	167,5	65,6	9.715,1	192,4	81,7	6,8	53,7	7,3
Jul	10.361,5	185,4	33,0	8.753,9	158,2	25,9	9.756,0	176,8	37,0	7,2	48,9	7,1
Ago	10.377,7	90,1	16,4	8.765,1	71,2	11,4	9.774,0	87,5	20,8	7,6	65,7	7,4
Sep	10.478,0	221,7	100,9	8.822,5	156,3	58,2	9.845,6	174,8	65,5	7,6	56,1	7,2

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

(mm de euros)



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

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.251	4.109	927	613	4.319	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 IV	10.251	4.109	927	613	4.319	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 I	10.526	4.260	970	622	4.385	289	2.891	2.107	83	257	421	22
II	10.738	4.337	1.034	639	4.430	298	2.723	1.976	108	261	355	22
III	10.888	4.436	1.072	637	4.445	298	2.617	1.927	74	264	334	18
2006 Jun	10.738	4.337	1.034	639	4.430	298	847	597	46	85	110	9
Jul	10.788	4.370	1.050	640	4.429	299	869	613	29	86	135	6
Ago	10.817	4.396	1.057	633	4.431	300	821	637	17	82	80	6
Sep	10.888	4.436	1.072	637	4.445	298	927	678	27	97	119	5
	A corto plazo											
2004	926	447	7	90	376	5	6.368	4.574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.808	6.046	45	942	741	33
2005 IV	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 I	1.027	539	7	98	377	5	2.279	1.817	13	242	199	8
II	1.023	531	10	101	376	5	2.172	1.739	16	229	180	8
III	1.043	561	11	97	369	4	2.178	1.732	12	249	176	8
2006 Jun	1.023	531	10	101	376	5	655	509	5	77	61	3
Jul	1.032	536	10	102	378	5	692	543	5	77	63	3
Ago	1.043	557	10	96	375	5	734	593	3	80	55	2
Sep	1.043	561	11	97	369	4	752	596	4	91	58	3
	Total a largo plazo ¹⁾											
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.304	3.627	920	522	3.957	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 IV	9.304	3.627	920	522	3.957	278	478	216	106	29	109	18
2006 I	9.499	3.720	963	524	4.008	285	612	290	70	15	222	15
II	9.715	3.806	1.024	537	4.054	293	550	237	92	32	175	14
III	9.846	3.875	1.061	540	4.075	293	439	194	62	15	158	9
2006 Jun	9.715	3.806	1.024	537	4.054	293	192	88	41	8	49	6
Jul	9.756	3.834	1.040	537	4.051	294	177	69	24	8	72	3
Ago	9.774	3.839	1.047	536	4.057	295	88	44	14	1	25	3
Sep	9.846	3.875	1.061	540	4.075	293	175	82	23	6	62	3
	Del cual: a tipo fijo											
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	458	412	3.609	217	1.227	413	91	54	620	48
2005 IV	6.712	2.016	458	412	3.609	217	264	95	35	16	103	14
2006 I	6.813	2.060	475	407	3.647	225	400	155	31	8	195	12
II	6.908	2.079	500	413	3.684	232	331	109	42	20	150	10
III	6.960	2.106	508	413	3.700	233	274	93	22	11	140	8
2006 Jun	6.908	2.079	500	413	3.684	232	114	40	21	5	41	6
Jul	6.918	2.085	501	412	3.688	233	109	29	5	6	66	2
Ago	6.925	2.087	503	411	3.690	234	55	22	7	1	21	3
Sep	6.960	2.106	508	413	3.700	233	111	42	10	4	53	2
	Del cual: a tipo variable											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.258	1.343	457	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 IV	2.258	1.343	457	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 I	2.331	1.383	484	97	307	60	172	108	39	4	18	3
II	2.432	1.424	520	108	319	61	177	95	50	12	15	4
III	2.493	1.443	548	110	331	60	133	76	39	4	13	2
2006 Jun	2.432	1.424	520	108	319	61	62	33	19	3	6	1
Jul	2.461	1.434	534	109	323	61	56	30	19	2	4	1
Ago	2.468	1.435	539	109	324	61	25	15	7	1	2	0
Sep	2.493	1.443	548	110	331	60	53	31	13	1	7	0

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

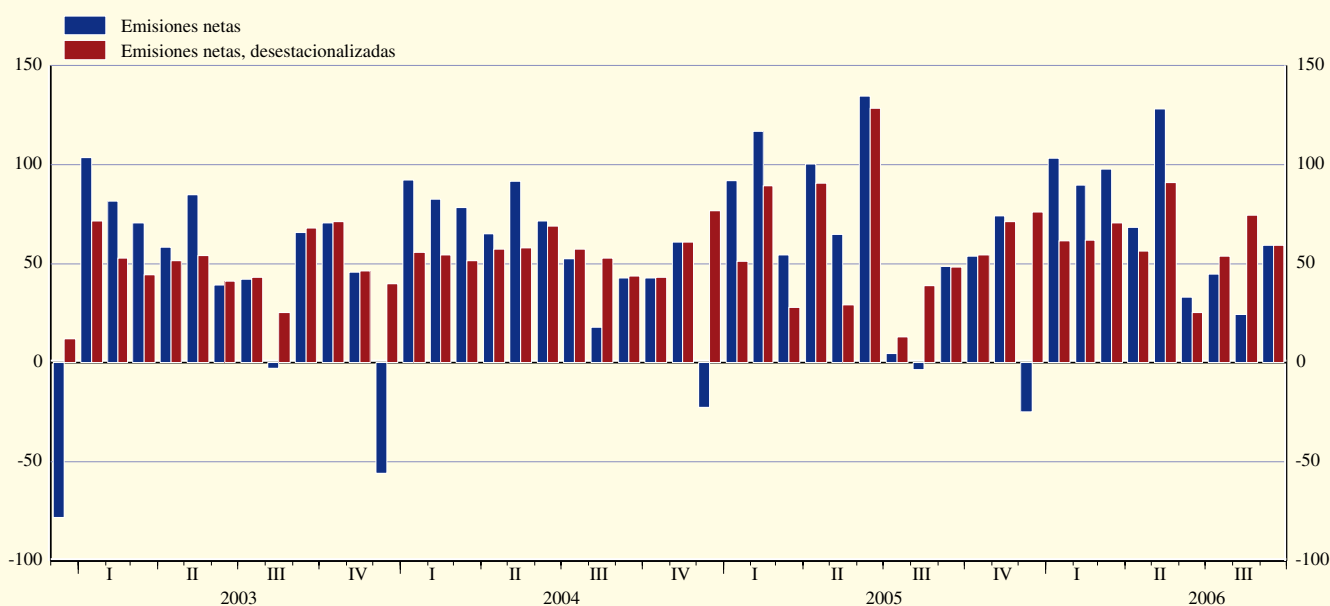
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2004	675,1	350,4	75,2	8,4	209,6	31,5	679,6	354,0	73,1	8,2	212,6	31,7
2005	716,1	315,6	177,2	21,8	169,1	32,2	717,6	319,0	173,0	22,0	171,3	32,4
2005 IV	103,4	44,8	81,3	-0,2	-34,8	12,3	201,4	78,1	59,2	5,8	47,3	11,0
2006 I	290,3	158,7	45,3	10,7	68,8	6,9	194,1	107,0	65,4	7,3	8,4	6,1
II	229,2	84,5	66,5	20,9	48,4	8,9	172,5	88,9	53,9	14,2	7,1	8,4
III	128,3	78,4	37,9	-2,1	14,6	-0,5	187,5	94,8	54,5	2,0	33,8	2,3
2006 Jun	32,9	-14,1	30,6	-1,0	12,4	5,0	25,3	7,0	16,3	-0,1	-2,0	4,2
Jul	44,7	27,8	15,8	0,4	-0,6	1,3	53,7	20,1	14,1	-2,0	19,4	2,2
Ago	24,4	19,7	7,8	-6,6	2,9	0,6	74,5	36,9	24,4	-4,5	15,0	2,7
Sep	59,1	30,8	14,3	4,0	12,3	-2,3	59,3	37,8	16,1	8,5	-0,5	-2,6
A largo plazo												
2004	615,1	297,8	73,8	12,0	201,7	29,8	617,8	299,1	71,7	12,0	205,1	30,0
2005	709,3	292,9	177,6	22,2	184,1	32,5	710,9	294,8	173,4	22,1	187,9	32,6
2005 IV	139,6	40,6	81,5	8,6	-3,7	12,7	193,7	68,7	59,4	7,8	46,1	11,6
2006 I	209,3	100,8	45,3	2,8	53,4	7,0	168,0	70,3	65,4	8,1	18,4	6,0
II	225,6	88,2	63,5	15,5	49,4	8,9	166,9	86,0	50,9	8,9	12,7	8,5
III	123,3	62,4	36,9	2,6	21,4	-0,1	170,8	67,2	53,6	4,8	42,5	2,6
2006 Jun	81,7	30,9	29,4	1,5	14,9	5,0	53,7	38,6	14,7	-1,9	-1,8	4,1
Jul	37,0	23,4	15,5	-0,1	-2,7	0,9	48,9	18,3	14,1	-2,1	16,6	2,1
Ago	20,8	6,8	7,5	-0,9	6,6	0,7	65,7	19,2	24,1	1,4	18,4	2,6
Sep	65,5	32,2	13,9	3,5	17,5	-1,6	56,1	29,8	15,4	5,5	7,5	-2,1

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

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



Fuente: BCE.

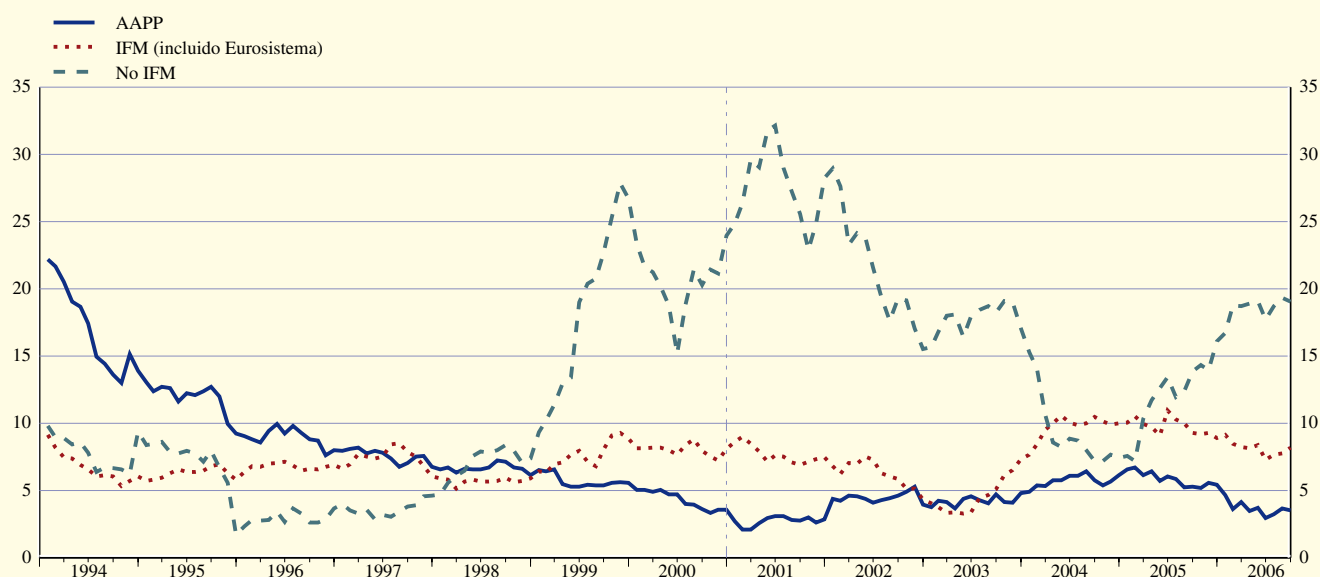
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

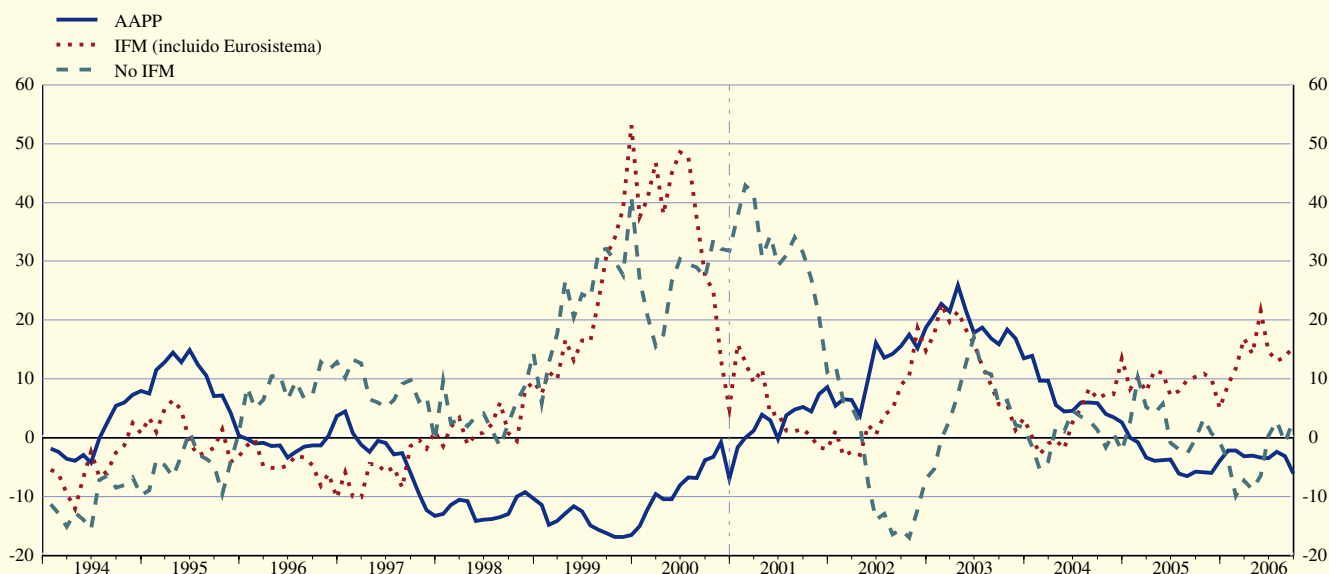
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,4	15,0	19,4	18,3	35,9	22,6	9,8	4,7
2005 IV	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,1	15,3	43,9	19,6	11,7	1,9
2006 I	4,3	4,2	8,9	0,6	3,6	15,6	19,0	14,3	48,9	24,5	7,8	1,1
II	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,9	11,9	46,2	28,3	3,6	5,1
III	4,3	4,6	15,1	0,8	2,8	13,8	15,3	10,1	40,4	30,1	4,1	5,8
2006 Abr	4,1	4,3	11,5	0,5	3,1	12,3	17,1	12,3	48,9	26,8	2,0	3,4
May	4,4	4,7	11,9	1,8	3,0	14,0	17,4	12,2	45,5	30,3	5,1	6,5
Jun	3,8	4,1	13,2	1,1	2,2	14,2	14,7	10,0	38,3	30,7	2,7	7,5
Jul	4,3	4,5	14,4	0,7	2,8	13,7	15,4	10,1	40,8	31,3	4,3	5,6
Ago	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,6	10,1	42,2	29,7	4,2	6,4
Sep	4,7	5,1	17,1	1,3	2,9	12,9	15,1	10,2	38,4	28,0	5,2	3,2
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,2	5,3	15,3	18,8	17,2	35,2	22,6	10,2	5,3
2005 IV	4,2	1,9	8,5	0,6	4,7	16,2	18,3	13,9	41,6	21,2	12,2	2,2
2006 I	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,2	12,9	46,1	26,4	8,2	0,9
II	3,6	2,7	10,0	0,8	3,1	13,9	15,7	10,2	42,1	31,6	3,7	4,0
III	3,6	3,1	11,2	-0,3	2,9	13,7	13,9	8,2	36,0	33,9	4,2	4,4
2006 Abr	3,5	2,5	10,3	0,3	3,2	12,7	15,8	10,6	44,6	29,9	2,1	2,8
May	3,8	3,1	10,3	1,5	3,1	14,4	16,1	10,4	41,3	34,2	5,2	4,9
Jun	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,9	7,6	34,1	34,6	2,7	5,9
Jul	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,9	8,1	35,9	35,4	4,4	4,1
Ago	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,2	8,3	37,4	33,5	4,2	5,1
Sep	3,9	3,6	12,8	0,4	2,9	12,9	14,1	8,7	35,1	31,4	5,2	2,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

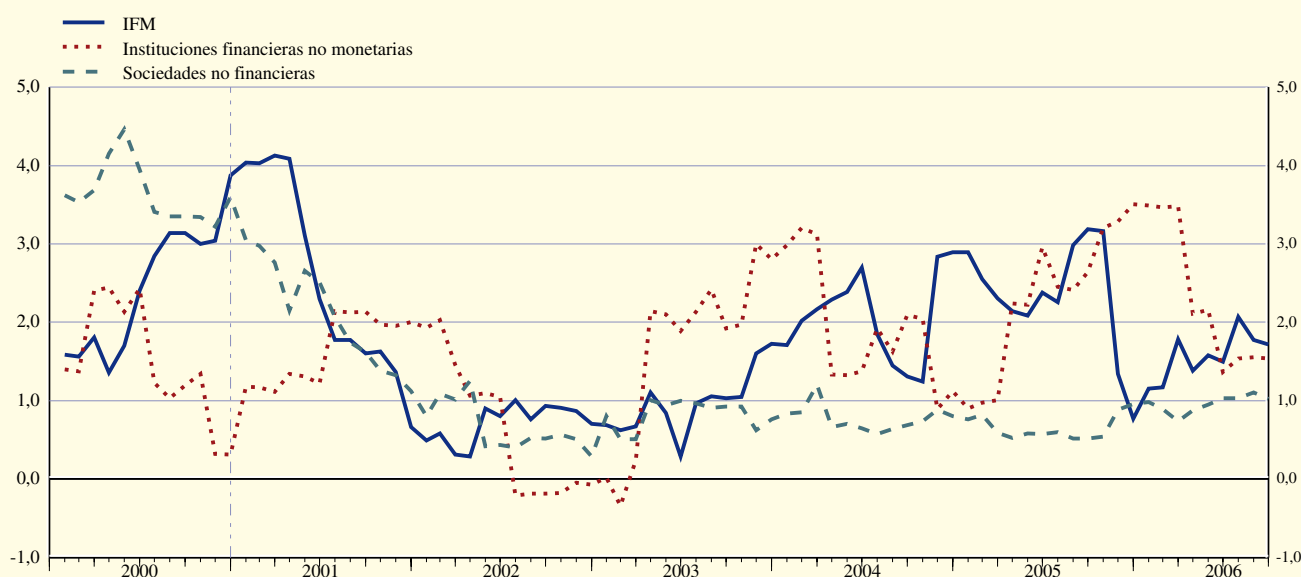
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
Feb	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
Mar	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
Abr	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
May	4.272,7	103,0	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
Jun	4.381,2	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	3,0	3.241,6	0,6
Jul	4.631,2	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	3.436,6	0,6
Ago	4.605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,4	0,5
Sep	4.827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3.579,3	0,5
Oct	4.659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.426,6	0,5
Nov	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,2	0,9
Dic	5.056,2	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,1	1,0
2006 Ene	5.289,1	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.868,5	1,0
Feb	5.429,2	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,5	3.928,7	0,9
Mar	5.629,8	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,5	4.088,4	0,7
Abr	5.653,2	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,1	4.131,5	0,9
May	5.364,6	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,2	3.934,4	1,0
Jun	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,4	3.941,9	1,0
Jul	5.372,7	104,4	1,3	918,4	2,1	543,3	1,5	3.910,9	1,0
Ago	5.536,2	104,5	1,3	958,6	1,8	594,3	1,6	3.983,4	1,1
Sep	5.679,5	104,5	1,2	986,1	1,7	606,3	1,5	4.087,1	1,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

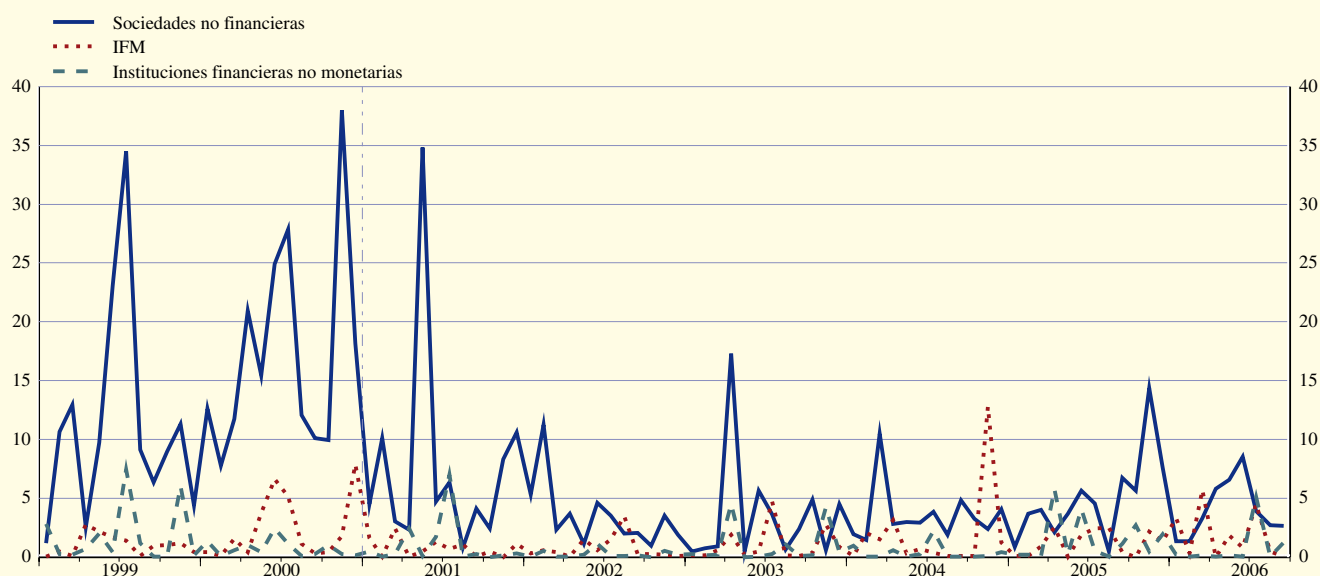
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2004 Sep	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
Nov	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
Dic	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 Ene	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
Feb	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
Mar	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
Abr	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
May	3,9	3,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,7	1,0
Jun	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
Jul	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Ago	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Oct	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
Dic	10,9	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3
Mar	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
Abr	5,8	0,4	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,6	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	2,6	6,7	0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	8,5	2,4	6,2
Jul	13,5	6,6	6,9	4,5	0,0	4,5	5,1	3,5	1,6	3,9	3,0	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
Sep	3,9	0,4	3,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	0,4	2,2

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 Oct	0,69	1,99	2,28	2,16	1,97	2,27	0,97	2,04	2,58	3,54	2,01
Nov	0,70	2,02	2,34	2,18	2,00	2,27	1,00	2,08	2,18	3,52	2,02
Dic	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 Ene	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
Feb	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
Mar	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
Abr	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
May	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
Jun	0,81	2,57	2,88	2,57	2,04	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	2,64	1,32	2,92	3,25	3,76	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,98	3,45	3,83	2,96

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 Oct	9,65	6,82	6,43	8,01	7,74	3,33	3,68	3,99	3,96	3,81	3,88	4,50	4,33
Nov	9,70	6,75	6,40	7,85	7,61	3,38	3,71	3,98	3,98	3,84	4,00	4,28	4,37
Dic	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40
2006 Ene	9,80	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34
Feb	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35
Mar	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49
Abr	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
May	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
Jun	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
Ago	9,95	7,84	6,39	8,15	8,11	4,21	4,33	4,60	4,37	4,59	4,64	5,26	4,84
Sep	10,07	7,86	6,26	8,09	7,97	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2005 Oct		5,11	3,88	4,43	4,04	2,94	3,80
Nov		5,09	3,91	4,44	4,03	3,10	3,98
Dic		5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,96
2006 Ene		5,23	4,07	4,59	4,13	3,18	3,96
Feb		5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,02
Mar		5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	4,18
Abr		5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	4,22
May		5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,32
Jun		5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,23
Jul		5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,36
Ago		5,56	4,69	5,09	4,53	3,97	4,42
Sep		5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,47

Fuente: BCE.

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

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

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

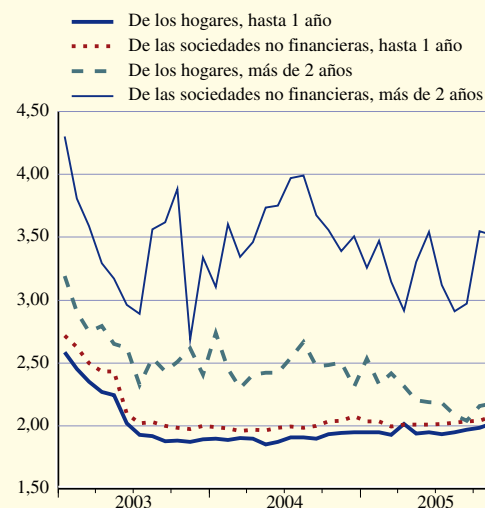
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005 Oct	0,69	1,93	3,17	1,97	2,27	0,97	2,12	3,40	2,03
Nov	0,70	1,96	3,15	2,00	2,27	1,00	2,16	3,43	2,06
Dic	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 Ene	0,73	2,05	3,11	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
Feb	0,74	2,09	3,13	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
Mar	0,76	2,16	3,01	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
Abr	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
May	0,79	2,27	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
Jun	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
Jul	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,64	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

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Oct	4,49	4,19	4,57	7,92	6,80	5,64	4,24	3,77	4,24
Nov	4,48	4,17	4,53	7,86	6,77	5,66	4,29	3,79	4,25
Dic	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 Ene	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
Feb	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	5,68	4,49	3,95	4,31
Mar	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
Abr	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
May	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
Jun	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
Jul	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
Ago	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,81	4,27	4,62	8,31	6,81	5,86	4,93	4,40	4,53

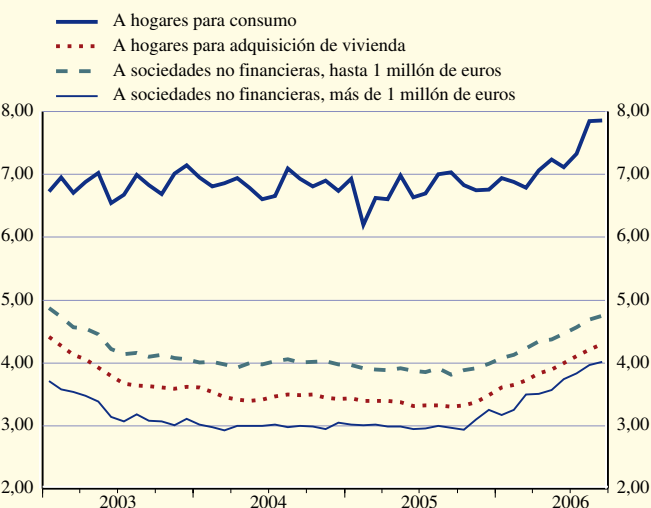
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

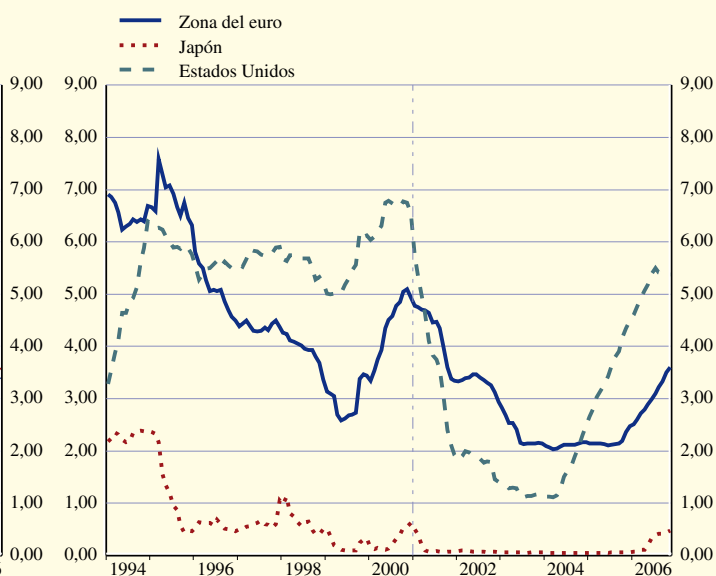
(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
II	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
2005 Nov	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dic	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 Ene	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
Feb	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
Mar	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
Abr	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
May	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
Jun	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
Jul	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Ago	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48

C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

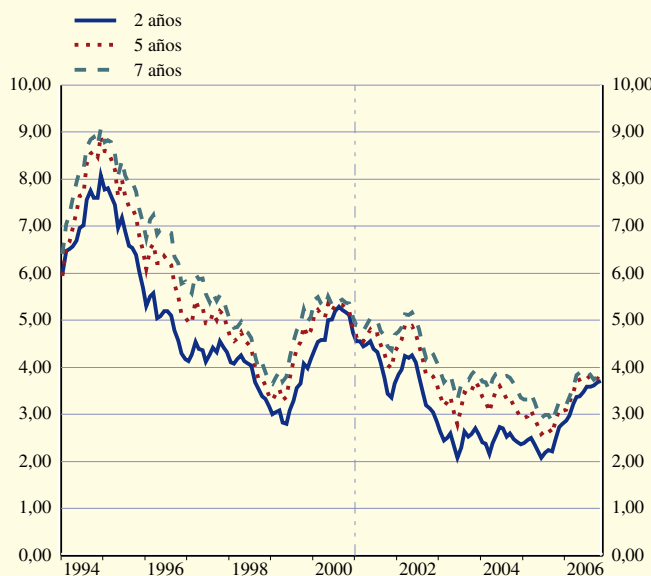
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
II	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
2005 Nov	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dic	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 Ene	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
Feb	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
Mar	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
Abr	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
May	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
Jun	3,47	3,59	3,78	3,91	4,07	5,10	1,87
Jul	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Ago	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70

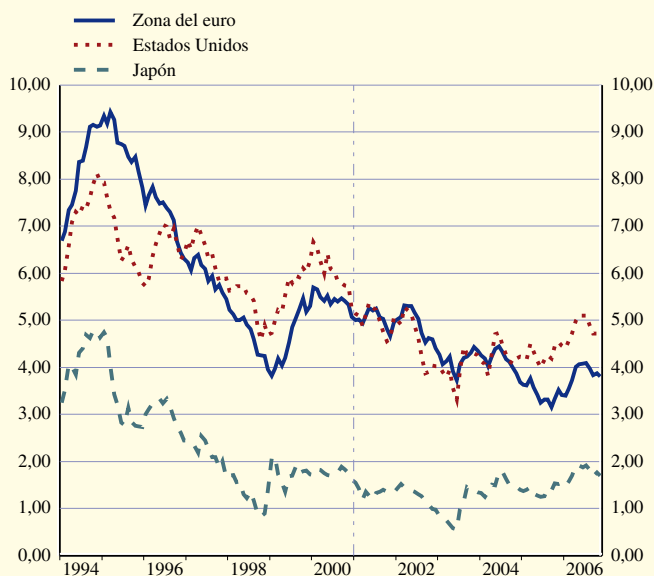
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

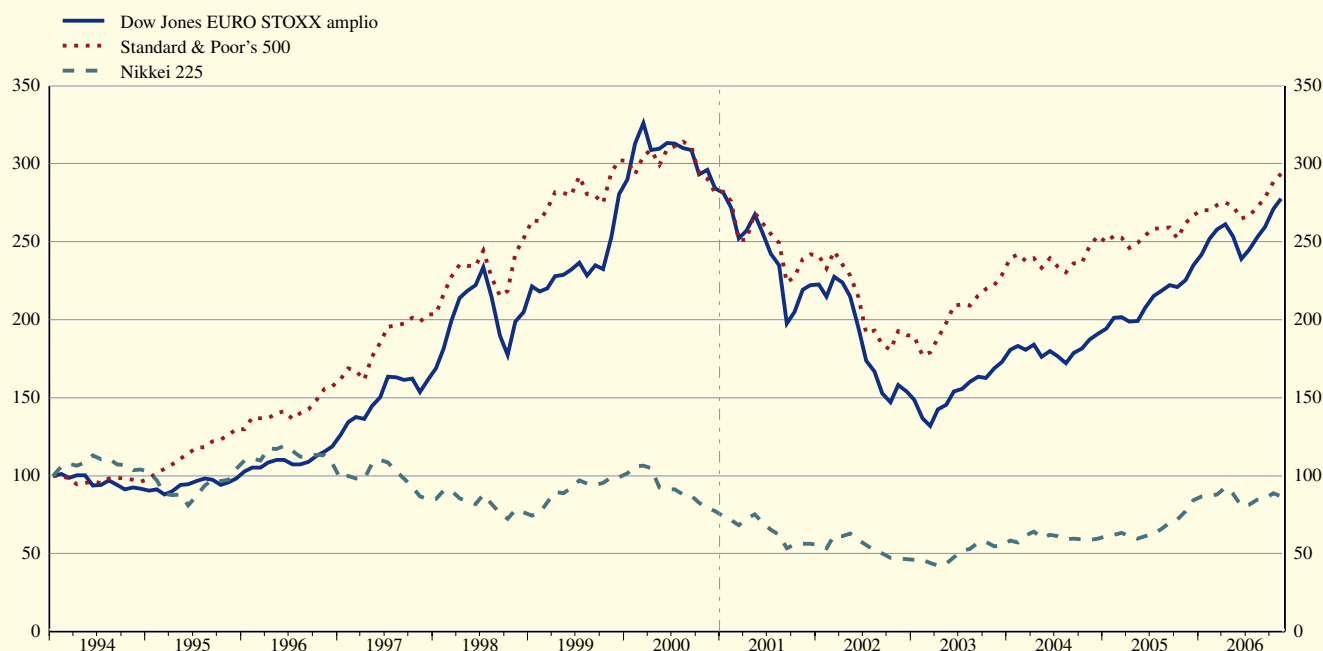
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2005 III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,9
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
II	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
2005 Nov	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
Dic	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 Ene	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
Feb	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
Mar	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
Abr	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0
May	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
Jun	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
Jul	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
Ago	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
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

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	Alquileres 6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2005 III	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
IV	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2006 I	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
II	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
2006 May	2,0	2,2	1,5	3,4	0,7	12,9	2,5	2,1	2,6	-3,5	1,9	2,2
Jun	2,2	2,2	2,1	3,1	0,7	11,0	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,2	2,3
Jul	2,7	2,3	3,2	2,7	0,6	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
Ago	2,9	2,2	3,9	2,4	0,6	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3
Sep	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4
Oct	3,0	2,3	4,2	0,5	0,8	-0,5	2,5	2,2	2,3	-2,7	2,4	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2006.

2) Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,9	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	6,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2005 III	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	3,0	-	33,5	11,6	50,9
IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	3,0	7,3 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	18,9	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,7	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,7	17,3	3,5	6,8 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,8	5,4	3,7	3,6	6,4	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	-	-	13,4	26,6	55,7
2006 Jun	116,1	5,8	3,9	3,1	5,3	1,3	1,8	1,6	1,9	15,8	-	-	20,0	22,0	55,4
Jul	116,9	6,0	4,3	3,5	6,2	1,6	1,9	1,8	2,0	14,8	-	-	21,6	26,7	58,8
Ago	117,1	5,7	4,0	3,7	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,5	-	-	14,8	26,8	57,8
Sep	116,5	4,6	2,8	3,6	6,5	1,7	1,7	1,7	1,7	7,8	-	-	4,0	26,4	50,3
Oct	116,5	4,0	2,5	3,6	6,4	1,8	1,7	1,7	1,7	5,3	-	-	3,9	28,7	47,6
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,5	22,9	46,7

3. Costes laborales por hora⁷⁾

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

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 13 y 14 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.
- 2) Indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, basado en fuentes no armonizadas.
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- tureras y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2002	104,7	2,4	1,1	1,0	3,0	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,7	5,9	0,4	3,1	2,5	1,1	2,3
2004	107,5	1,1	-9,7	-1,1	2,9	-0,2	3,0	2,7
2005	108,5	0,9	6,3	-0,9	3,5	0,2	1,9	1,7
2005 II	108,4	0,9	7,8	-0,5	4,2	0,4	2,0	1,2
III	108,2	0,6	5,9	-0,7	2,2	-0,4	1,8	1,5
IV	109,0	0,9	6,6	-1,8	3,0	-0,1	2,1	2,4
2006 I	109,2	0,8	2,7	-1,8	3,4	-0,1	2,4	2,3
II	109,2	0,8	0,2	-2,2	2,4	-0,2	1,7	3,1
	Remuneración por asalariado							
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,4	2,6	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,7	1,8	2,2	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,3	2,1	2,3
2005	111,3	1,6	2,4	1,5	1,9	1,3	2,0	1,6
2005 II	111,0	1,4	2,5	1,5	2,3	1,2	2,4	1,0
III	111,3	1,5	1,8	1,7	2,0	1,3	1,9	1,4
IV	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7
2006 I	112,9	2,0	0,5	2,5	3,3	1,9	1,7	1,9
II	113,6	2,3	0,1	2,5	3,4	1,9	1,2	3,0
	Productividad del trabajo ²⁾							
2002	100,5	0,2	1,1	1,0	0,2	0,6	-0,4	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,1	1,7	-0,4	-0,7	1,1	-0,4
2004	101,9	1,0	13,1	3,8	-0,3	1,5	-0,8	-0,4
2005	102,6	0,7	-3,6	2,4	-1,6	1,1	0,2	0,0
2005 II	102,4	0,5	-4,9	2,0	-1,9	0,8	0,4	-0,3
III	102,9	0,9	-3,9	2,4	-0,2	1,7	0,1	-0,2
IV	102,9	1,0	-4,6	3,5	-0,6	1,3	-0,4	0,3
2006 I	103,4	1,2	-2,2	4,4	-0,1	2,0	-0,7	-0,5
II	104,0	1,6	-0,1	4,8	1,0	2,2	-0,5	-0,1

5. Deflatores del producto interior bruto

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

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
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2002	7.251,2	7.058,8	4.141,8	1.465,1	1.465,0	-13,0	192,4	2.628,7	2.436,3
2003	7.460,8	7.304,2	4.278,5	1.526,2	1.498,5	0,9	156,6	2.624,4	2.467,8
2004	7.735,9	7.574,3	4.425,8	1.579,6	1.563,2	5,7	161,5	2.822,5	2.660,9
2005	7.994,4	7.876,2	4.578,8	1.636,2	1.639,5	21,6	118,2	3.027,6	2.909,4
2005 III	2.008,5	1.981,0	1.153,1	410,1	414,3	3,6	27,4	771,0	743,5
IV	2.029,8	2.006,4	1.160,1	417,4	418,6	10,2	23,4	784,4	761,0
2006 I	2.048,1	2.028,2	1.174,7	419,3	427,2	7,0	19,8	817,1	797,2
II	2.078,3	2.057,4	1.183,9	425,3	439,6	8,6	20,9	832,0	811,1
III	2.099,8	2.078,5	1.195,8	426,4	446,6	9,6	21,3	851,0	829,7
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,5	57,3	20,5	20,5	0,3	1,5	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ³⁾)									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2005 III	0,6	0,5	0,7	0,6	1,4	-	-	2,6	2,5
IV	0,4	0,7	0,1	0,4	0,6	-	-	0,7	1,6
2006 I	0,8	0,4	0,7	0,9	1,0	-	-	3,8	2,8
II	1,0	1,0	0,3	0,1	2,3	-	-	1,1	1,1
III	0,5	0,7	0,6	0,8	0,8	-	-	1,7	2,1
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,8	2,4	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,0	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,5	1,2	2,3	-	-	6,8	6,7
2005	1,4	1,6	1,3	1,3	2,5	-	-	4,3	5,3
2005 III	1,6	1,7	1,8	1,4	3,3	-	-	5,5	5,8
IV	1,8	2,0	1,1	1,6	3,3	-	-	4,9	5,6
2006 I	2,2	2,2	1,8	2,4	4,0	-	-	9,3	9,7
II	2,8	2,6	1,8	2,0	5,3	-	-	8,5	8,1
III	2,7	2,8	1,8	2,1	4,7	-	-	7,5	7,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005 III	0,6	0,5	0,4	0,1	0,3	-0,3	0,1	-	-
IV	0,4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-	-
2006 I	0,8	0,4	0,4	0,2	0,2	-0,4	0,4	-	-
II	1,0	1,0	0,2	0,0	0,5	0,3	0,0	-	-
III	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,2	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,1	-0,2	-	-
2005 III	1,6	1,6	1,0	0,3	0,7	-0,4	0,0	-	-
IV	1,8	2,0	0,6	0,3	0,7	0,3	-0,2	-	-
2006 I	2,2	2,2	1,1	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
II	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
III	2,7	2,7	1,0	0,4	1,0	0,3	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2002	6.516,8	153,1	1.381,1	373,8	1.388,9	1.747,9	1.472,0	734,4
2003	6.703,3	152,4	1.382,0	390,2	1.423,0	1.825,8	1.529,9	757,5
2004	6.942,3	156,6	1.427,7	413,8	1.473,4	1.894,0	1.576,9	793,5
2005	7.161,0	144,6	1.461,6	434,9	1.519,4	1.971,5	1.629,0	833,4
2005 III	1.798,0	36,0	366,6	109,8	382,5	495,8	407,3	210,5
IV	1.815,0	36,5	368,6	112,5	382,9	500,4	414,1	214,7
2006 I	1.830,6	36,1	374,3	114,2	385,6	507,1	413,3	217,4
II	1.857,1	36,9	377,8	117,4	391,2	513,8	420,0	221,1
III	1.877,6	37,1	381,7	120,6	395,1	522,6	420,4	222,1
en porcentaje del valor añadido								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,5	22,7	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ¹⁾)								
tasas de variación intertrimestral								
2005 III	0,5	0,3	0,7	0,3	0,7	0,6	0,2	1,5
IV	0,4	0,8	0,5	1,0	0,5	0,1	0,2	0,4
2006 I	0,8	-2,2	1,5	-0,3	0,8	1,2	0,4	0,8
II	1,1	1,4	1,5	2,4	1,3	1,0	0,3	0,2
III	0,6	0,2	0,8	0,7	0,7	0,5	0,3	0,2
tasas de variación interanual								
2002	0,9	-0,8	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,6	0,2
2003	0,7	-5,7	0,2	0,3	0,0	1,7	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,3	2,6	1,5	1,5	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,8	1,8	2,1	1,0	1,2
2005 III	1,6	-6,0	1,3	1,6	2,2	2,1	1,2	2,2
IV	1,7	-5,7	2,2	1,8	2,0	2,3	1,2	2,1
2006 I	2,1	-2,6	3,3	2,2	2,7	2,1	0,9	2,9
II	2,8	0,3	4,1	3,4	3,4	3,0	1,1	2,9
III	2,9	0,2	4,2	3,8	3,4	2,8	1,2	1,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2005 III	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2002	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,5	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	0,6	0,2	-
2005 III	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,6	0,3	-
IV	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006 I	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
II	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,8	0,2	-
III	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción	
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero			No duradero
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	0,4	100,3	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,4	-4,4	0,4	2,8	0,6
2004	2,1	102,3	2,0	2,1	1,9	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,1	103,6	1,2	1,3	1,1	0,8	2,6	0,5	-0,9	0,8	1,3	-0,1
2005 IV	1,9	104,9	2,1	2,3	2,3	2,4	3,0	1,2	1,9	1,1	2,0	0,8
2006 I	3,7	106,0	3,4	3,5	3,4	2,9	5,0	2,1	2,4	2,0	3,7	1,5
II	3,0	107,3	4,1	4,2	4,5	5,7	5,3	2,4	3,8	2,2	0,8	3,5
III	.	108,2	3,9	4,2	4,1	5,5	5,0	1,7	5,0	1,2	2,2	.
2006 Abr	0,4	106,0	2,0	1,0	1,0	2,9	2,6	0,4	-0,6	0,5	1,4	1,7
May	4,2	107,9	5,5	6,3	6,6	6,9	8,1	4,2	8,2	3,5	-0,7	5,0
Jun	4,3	107,9	4,8	5,1	5,9	7,3	5,2	2,7	4,0	2,5	1,7	3,6
Jul	.	107,4	3,4	3,6	3,7	5,0	3,9	1,5	3,3	1,2	2,2	.
Ago	.	109,4	6,0	6,4	6,1	8,5	7,3	2,8	10,1	1,9	3,1	.
Sep	.	107,8	2,9	3,0	2,9	3,8	4,5	1,0	3,7	0,5	1,4	.
tasas de variación intermensual (d.)												
2006 Abr	-1,2	-	-0,4	-0,1	-0,8	0,1	-0,7	-0,4	-0,6	-0,3	-2,4	1,5
May	2,0	-	1,7	2,1	2,4	2,2	2,8	1,7	4,3	1,3	-1,7	2,2
Jun	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,3	-0,7	-0,5	-1,4	-0,3	3,2	-0,4
Jul	.	-	-0,5	-0,6	-0,9	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	.
Ago	.	-	1,9	2,3	2,2	3,2	2,1	1,5	4,9	0,9	-1,0	.
Sep	.	-	-1,5	-1,7	-1,7	-2,9	-0,9	-1,2	-4,3	-0,7	-0,5	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	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		Total (d.) miles ³⁾	Total	
										Calzado, vestido y confección			Equipo del hogar
% 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,8	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,3	0,7	1,7	2,3	1,3	936	1,5
2005 IV	117,3	7,4	113,2	4,2	2,3	107,2	1,3	0,6	1,8	2,8	1,7	935	-1,1
2006 I	117,3	11,9	115,5	9,0	2,2	107,3	0,8	0,3	1,2	1,7	2,2	946	2,0
II	118,5	7,9	118,2	6,4	3,0	107,9	1,6	0,7	2,4	2,7	3,4	957	2,4
III	122,8	10,3	119,9	6,5	3,3	108,6	1,8	1,1	2,4	3,2	4,3	936	-1,9
2006 May	120,4	14,8	120,1	13,3	3,1	107,8	1,5	-0,1	3,0	4,5	4,7	968	8,9
Jun	117,9	5,6	118,2	6,4	2,8	108,0	1,3	0,8	1,7	1,9	2,4	949	-2,5
Jul	120,3	9,8	118,8	7,2	3,6	108,5	1,9	2,1	1,8	2,0	2,7	918	-4,7
Ago	124,8	14,5	120,9	9,2	3,9	109,2	2,5	0,6	3,9	7,4	5,8	937	-1,2
Sep	123,3	7,6	119,9	3,7	2,3	108,2	1,1	0,5	1,7	0,6	4,7	953	0,8
Oct	.	.	.	.	2,5	108,5	1,1	-0,8	2,2	.	.	940	-0,3
	tasas de variación intermensual (d.)												
2006 May	-	2,7	-	3,1	0,4	-	0,0	-0,5	0,4	1,1	1,2	-	1,3
Jun	-	-2,1	-	-1,6	0,2	-	0,1	0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-	-1,9
Jul	-	2,0	-	0,6	0,6	-	0,4	0,7	0,1	0,3	0,3	-	-3,3
Ago	-	3,8	-	1,7	0,7	-	0,7	-0,7	1,7	3,6	2,7	-	2,1
Sep	-	-1,3	-	-0,8	-0,9	-	-1,0	-0,2	-1,4	-4,3	-0,8	-	1,8
Oct	-	.	-	.	0,4	-	0,3	0,0	0,4	.	.	-	-1,4

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,9	-11	-25	11	3	81,0	-11	-1	-11	26	-4
2003	93,7	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,8	-5	-16	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	98,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2005 III	98,0	-7	-17	11	6	80,9	-15	-4	-17	29	-9
IV	100,6	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-9
2006 I	103,0	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
II	107,2	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,8	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
2006 Jun	107,8	3	2	5	13	-	-9	-4	-11	13	-10
Jul	108,6	4	3	5	13	83,6	-8	-4	-10	13	-7
Ago	108,5	2	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
Sep	109,3	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
Oct	110,4	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9
Nov	110,3	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2002	-15	-22	-8	-14	-16	16	-9	3	-2	-4	15
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	-1	4	-5	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	7	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-13	13	4	11	5	10	18
2005 III	-7	-13	-1	-7	-12	14	4	11	5	10	17
IV	-3	-8	2	-5	-9	15	10	14	10	13	19
2006 I	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	2	5	13	14	20	14	19	26
2006 Jun	-1	-5	4	2	3	12	17	19	14	19	24
Jul	2	-2	5	0	2	15	12	20	16	18	26
Ago	2	-4	8	3	6	13	15	21	14	21	28
Sep	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
Oct	3	-2	6	4	9	13	14	21	14	23	26
Nov	3	-4	10	3	11	13	12	19	13	19	26

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	24,9	15,0	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,862	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,461	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	136,421	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,4	0,9	1,9	1,5
2005	137,471	0,8	0,9	-0,2	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 II	137,269	0,7	0,8	0,3	-1,3	-1,6	2,7	0,8	1,8	1,3
III	137,543	0,7	0,9	-0,7	-2,1	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
IV	137,999	0,7	1,0	-0,8	-1,0	-1,2	2,3	0,6	2,6	0,8
2006 I	138,451	1,0	1,1	0,4	-0,5	-1,0	2,3	0,7	2,9	1,3
II	139,005	1,2	1,3	0,7	0,4	-0,6	2,4	1,1	3,4	1,1
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2005 II	0,195	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,4	0,6	-0,1	0,4	0,4
III	0,274	0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,4
IV	0,456	0,3	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,1	0,4	1,1	0,1
2006 I	0,452	0,3	0,3	0,7	-0,6	-0,2	0,6	0,3	0,6	0,6
II	0,554	0,4	0,4	0,4	0,9	0,0	0,7	0,4	1,0	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		48,5		51,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,698	8,2	8,614	6,9	3,084	17,1	5,499	6,8	6,199	10,0
2003	12,482	8,7	9,289	7,4	3,193	17,9	5,958	7,4	6,524	10,4
2004	12,832	8,8	9,623	7,5	3,210	18,2	6,169	7,6	6,664	10,5
2005	12,658	8,6	9,564	7,4	3,094	17,8	6,135	7,5	6,522	10,1
2005 III	12,435	8,5	9,436	7,3	3,000	17,4	6,060	7,4	6,375	9,9
IV	12,454	8,5	9,425	7,3	3,029	17,6	5,934	7,2	6,519	10,1
2006 I	12,050	8,2	9,082	7,0	2,969	17,2	5,779	7,0	6,271	9,7
II	11,589	7,9	8,774	6,7	2,816	16,4	5,607	6,8	5,982	9,2
III	11,492	7,8	8,648	6,6	2,844	16,6	5,477	6,6	6,016	9,2
2006 May	11,575	7,8	8,770	6,7	2,805	16,3	5,609	6,8	5,966	9,2
Jun	11,528	7,8	8,732	6,7	2,796	16,3	5,562	6,7	5,966	9,2
Jul	11,489	7,8	8,668	6,6	2,821	16,4	5,511	6,7	5,978	9,2
Ago	11,521	7,8	8,666	6,6	2,855	16,6	5,496	6,6	6,025	9,3
Sep	11,467	7,8	8,611	6,6	2,856	16,6	5,423	6,6	6,044	9,3
Oct	11,406	7,7	8,565	6,6	2,841	16,6	5,361	6,5	6,045	9,3

Fuentes: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2005.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos			Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Emplea-dores		Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
		Hogares	Empresas											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	47,0	46,5	11,9	8,7	2,9	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,8	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,9	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,4	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,8	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,2	44,7	11,7	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	49,6	46,0	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7
1998	48,8	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,3	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,8	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,5
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

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

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

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

1) 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.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,3	58,3	30,3	12,1	15,9	16,8
1997	74,1	2,8	16,0	6,5	48,8	55,4	28,3	13,6	13,5	18,7
1998	72,8	2,7	15,1	5,6	49,3	52,1	26,4	14,5	11,2	20,7
1999	72,0	2,9	14,2	4,2	50,6	48,5	25,4	12,0	11,2	23,4
2000	69,4	2,7	13,1	3,6	50,0	44,1	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,1	20,6	10,4	11,1	26,2
2002	68,2	2,7	11,7	4,6	49,2	40,2	19,2	9,9	11,1	28,0
2003	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9	39,1	19,2	10,3	9,6	30,2
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7	37,3	18,2	10,0	9,1	32,6
2005	70,8	2,4	11,8	4,9	51,6	35,4	17,1	10,3	8,0	35,4

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	75,1	62,9	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	8,6	19,1	25,7	30,2	73,1	2,0
1997	74,1	62,1	6,1	5,4	0,6	9,9	64,2	8,5	18,3	25,3	30,5	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,2	0,4	8,9	63,9	7,6	15,8	26,4	30,6	70,9	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,7	64,3	6,6	13,6	28,0	30,4	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,8	62,6	5,9	13,4	28,0	28,0	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	5,0	13,7	26,8	27,8	66,7	1,7
2002	68,2	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	60,0	5,0	15,4	25,3	27,5	66,7	1,5
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,5	60,8	5,0	14,4	26,1	28,9	68,2	1,1
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,4	4,7	14,3	26,6	28,9	68,8	1,1
2005	70,8	58,1	6,8	5,4	0,5	8,7	62,1	4,7	14,7	26,1	30,0	69,6	1,2

3. Países de la zona del euro

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

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,5	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,6	-0,8	1,9	2,6
1998	1,8	2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,6	0,0	-2,0	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,0	-2,1	-0,3	3,0
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	-0,1	-0,6	-0,1	2,0
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,7	-0,5	-0,7	-0,2	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,1	0,5	0,7	3,0
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	-0,4	-0,3	0,1	3,5
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	-0,8	-0,5	0,6	3,9

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁽⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁽¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ⁽¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

Fuente: BCE.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).

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

3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).

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

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

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

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 II	47,7	47,2	13,8	13,4	15,8	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
III	44,1	43,7	11,9	12,5	15,6	2,0	0,8	0,4	0,2	40,3
IV	49,9	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,9
2001 I	42,3	41,9	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
II	46,9	46,5	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,4	43,0	11,6	12,3	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	13,5	14,0	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,1
2002 I	42,0	41,6	10,1	12,7	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,7	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,2	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	42,0	41,5	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
III	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	45,1	44,3	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,5	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,2	41,7	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,3	38,6
II	45,0	44,3	12,0	13,3	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,9
III	43,4	42,7	11,1	12,8	15,3	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
IV	49,6	48,8	13,5	14,5	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,5
2006 I	42,9	42,3	10,4	13,3	15,3	1,6	0,8	0,6	0,3	39,3
II	46,0	45,4	12,7	13,7	15,3	1,9	1,1	0,6	0,3	41,9

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital				
						Beneficios sociales	Subven- ciones						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000 II	46,2	42,8	10,3	4,6	3,9	24,0	20,7	1,4	3,4	2,3	1,1	1,5	5,4
III	43,1	42,7	10,1	4,6	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,1	1,0	5,0
IV	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,9	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	3,9
2001 I	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,1
IV	51,1	46,2	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 I	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,6	1,7
2003 I	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,1	-1,5
II	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,1	-4,1	-0,9
IV	51,1	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 I	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
II	46,7	43,3	10,4	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
III	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
IV	50,8	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 I	46,8	43,4	10,3	4,6	3,1	25,3	21,6	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,6	-1,4
II	46,4	43,0	10,3	5,0	3,1	24,7	21,5	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,4	1,6
III	45,9	42,5	9,9	4,7	3,0	24,9	21,5	1,2	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,5
IV	50,8	46,0	11,1	5,7	2,8	26,3	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,7
2006 I	46,0	42,8	10,1	4,8	3,0	24,9	21,3	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,1	-0,1
II	46,2	42,8	10,3	5,1	3,0	24,4	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-0,2	2,8

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

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

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

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

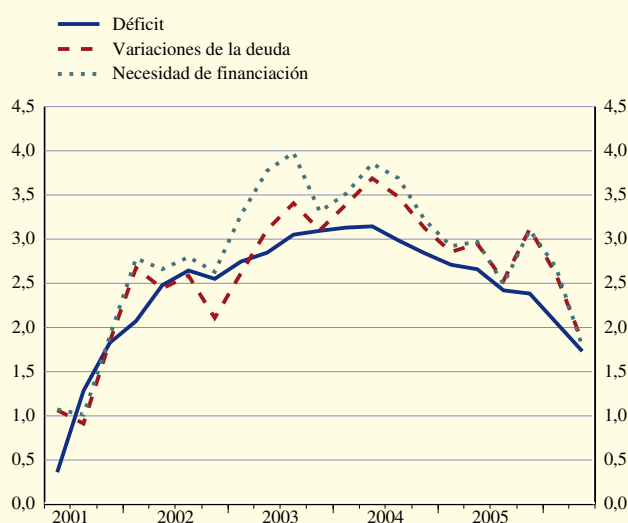
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 III	70,4	2,7	11,7	5,5	50,5
IV	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 I	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
IV	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 I	71,2	2,2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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/ superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 III	2,9	-4,1	-1,3	-1,2	-1,2	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	2,9
IV	-2,0	-1,8	-3,8	-3,9	-2,1	-0,3	-0,1	-1,3	-0,5	0,6	-1,5
2004 I	8,5	-5,1	3,4	2,0	1,4	-0,1	0,2	0,5	-0,1	1,5	8,6
II	5,6	-1,6	4,0	4,1	3,4	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1	5,6
III	2,0	-3,5	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	2,3
IV	-3,1	-1,3	-4,4	-3,4	-2,6	0,0	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 I	7,3	-4,6	2,7	2,4	1,4	0,2	0,4	0,4	0,0	0,3	7,2
II	5,8	-1,4	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,6	5,7
III	0,4	-2,5	-2,1	-2,6	-2,5	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,4
IV	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-0,1	-1,2	-0,6
2006 I	5,0	-3,1	1,9	1,6	1,1	0,1	0,7	-0,3	-0,4	0,7	5,4
II	2,7	-0,2	2,5	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,7	-1,2	2,1

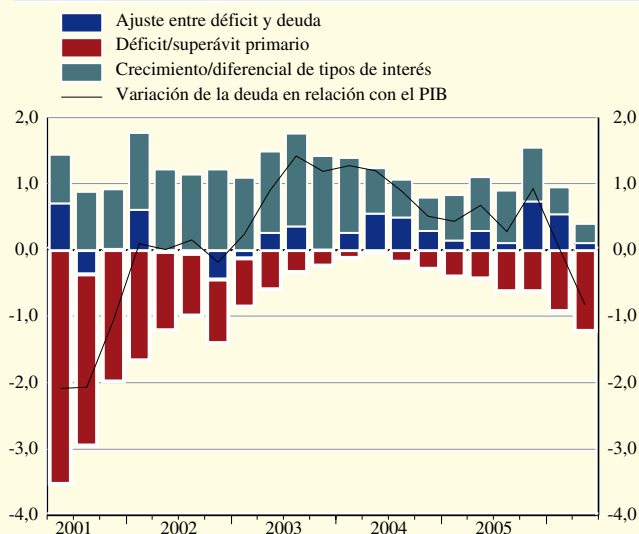
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



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

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financia- ción frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	32,4	105,0	22,0	-38,1	-56,4	12,3	44,8	-0,5	-11,4	73,6	-14,4	-76,1	27,8	-44,3
2004	55,6	103,5	30,8	-19,8	-58,8	16,6	72,2	-21,1	-64,2	68,2	-6,6	-30,9	12,4	-51,1
2005	-8,2	48,2	36,0	-22,2	-70,2	11,9	3,7	37,4	-202,3	156,9	-10,7	75,5	18,0	-41,1
2005 III	-1,0	13,5	9,8	-4,1	-20,2	2,7	1,7	23,5	-107,3	78,1	-0,4	50,7	2,4	-25,2
IV	-8,1	3,9	11,0	-6,4	-16,6	4,6	-3,6	-42,4	-36,5	-49,5	-6,2	41,5	8,3	46,0
2006 I	-12,8	-2,8	4,8	1,4	-16,2	2,0	-10,8	65,7	-31,5	22,9	-8,5	76,8	6,1	-54,9
II	-7,6	6,3	12,1	-10,3	-15,8	1,0	-6,6	51,1	-12,1	98,9	-1,7	-32,5	-1,4	-44,5
III	-0,5	6,2	8,8	6,1	-21,6	2,0	1,5	49,1	-36,8	26,6	4,7	57,3	-2,7	-50,6
2005 Sep	-5,7	4,8	3,7	-6,0	-8,2	1,2	-4,5	33,1	1,4	22,4	-1,3	11,0	-0,3	-28,6
Oct	-6,2	1,3	4,4	-6,2	-5,7	0,5	-5,7	-13,6	-12,9	-2,7	-4,2	6,1	0,1	19,3
Nov	-1,1	0,8	3,2	0,2	-5,2	0,9	-0,2	2,3	-6,4	-45,8	1,9	51,6	1,0	-2,2
Dic	-0,8	1,8	3,5	-0,4	-5,8	3,1	2,3	-31,1	-17,2	-1,0	-4,0	-16,1	7,2	28,8
2006 Ene	-10,2	-6,3	0,9	0,0	-4,7	0,8	-9,4	-3,2	-2,7	-36,4	-2,9	41,1	-2,3	12,6
Feb	-0,6	0,5	2,3	0,8	-4,3	1,0	0,4	19,5	-29,1	21,4	-3,3	28,6	1,9	-19,9
Mar	-2,1	3,0	1,5	0,6	-7,2	0,2	-1,9	49,5	0,3	37,9	-2,3	7,1	6,5	-47,6
Abr	-7,5	0,6	3,0	-5,0	-6,1	0,2	-7,3	25,1	8,3	-6,0	-5,6	29,5	-1,1	-17,8
May	-10,9	0,6	3,8	-9,9	-5,4	0,2	-10,7	31,9	-4,6	44,4	2,0	-8,2	-1,7	-21,2
Jun	10,8	5,2	5,3	4,5	-4,3	0,6	11,4	-5,9	-15,9	60,5	1,9	-53,8	1,4	-5,5
Jul	2,5	5,6	5,6	-1,8	-7,0	0,7	3,2	12,3	-9,4	1,0	1,8	19,6	-0,8	-15,4
Ago	-2,1	-2,8	0,2	7,2	-6,7	1,1	-1,0	-8,3	-7,6	-15,0	-3,8	18,8	-0,8	9,3
Sep	-0,8	3,4	3,0	0,6	-7,9	0,2	-0,7	45,2	-19,9	40,5	6,7	18,9	-1,0	-44,5
operaciones acumuladas de 12 meses														
2006 Sep	-29,1	13,6	36,7	-9,2	-70,2	9,5	-19,6	123,6	-117,1	98,8	-11,8	143,2	10,4	-104,0

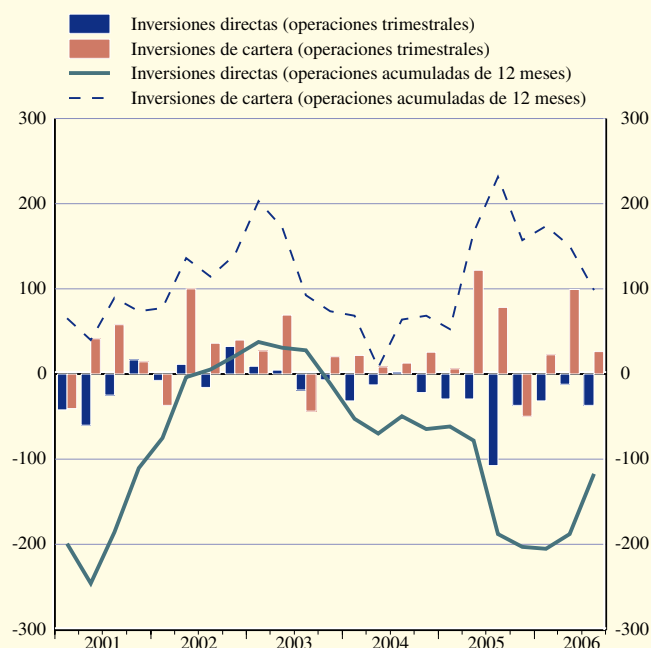
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

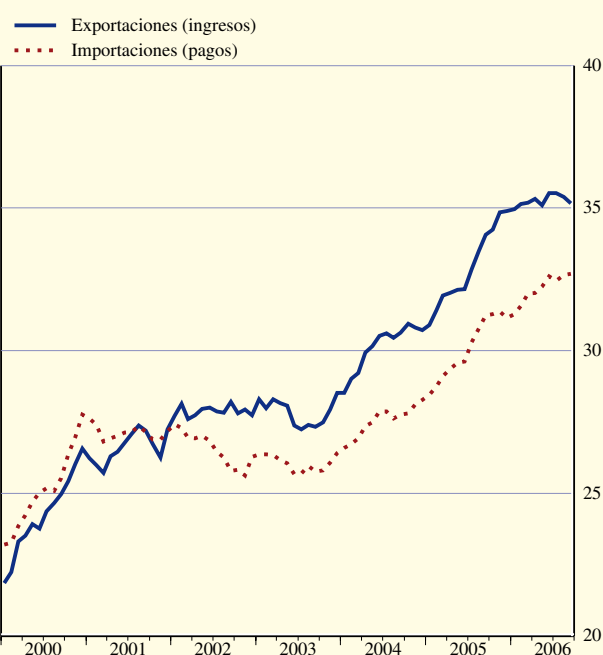
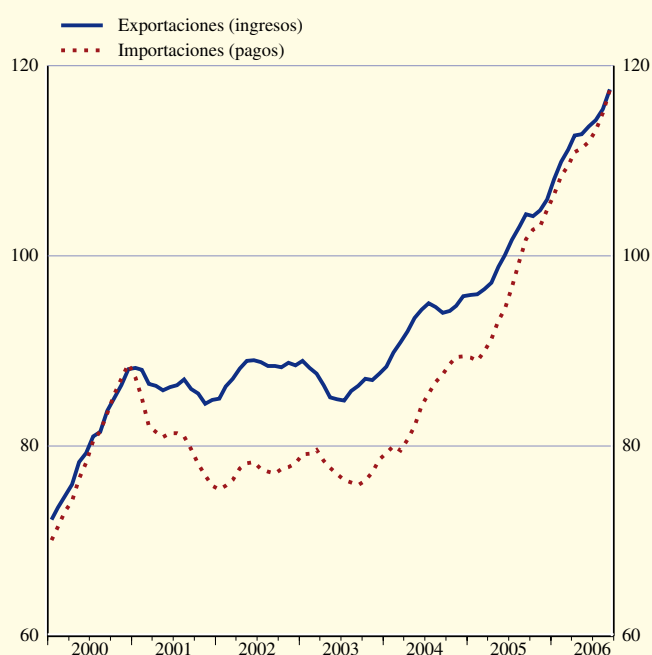
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	1.696,5	1.664,1	32,4	1.036,8	931,9	334,2	312,2	242,7	280,9	82,8	139,2	23,9	11,5
2004	1.859,5	1.803,9	55,6	1.132,4	1.028,9	364,8	334,1	280,7	300,5	81,6	140,5	24,6	8,0
2005	2.048,4	2.056,7	-8,2	1.224,3	1.176,1	400,3	364,3	338,9	361,1	85,1	155,2	23,8	11,9
2005 III	520,0	520,9	-1,0	309,8	296,2	110,1	100,2	84,3	88,4	15,9	36,1	4,7	2,0
IV	555,1	563,2	-8,1	327,8	323,9	106,0	95,0	98,7	105,1	22,5	39,2	8,3	3,8
2006 I	542,3	555,1	-12,8	329,7	332,6	96,6	91,8	86,3	84,9	29,6	45,8	5,9	3,9
II	578,9	586,5	-7,6	341,8	335,4	106,6	94,5	113,2	123,5	17,3	33,1	4,6	3,6
III	576,7	577,2	-0,5	345,1	338,9	113,0	104,2	103,9	97,8	14,7	36,3	4,3	2,3
2006 Jul	190,7	188,2	2,5	116,0	110,4	39,1	33,5	31,0	32,8	4,6	11,6	1,9	1,2
Ago	188,1	190,2	-2,1	106,8	109,6	37,3	37,1	38,1	30,8	5,9	12,7	1,6	0,5
Sep	197,9	198,8	-0,8	122,3	118,9	36,6	33,6	34,8	34,2	4,2	12,1	0,8	0,6
Datos desestacionalizados													
2005 III	524,4	531,7	-7,3	313,1	305,1	102,2	93,7	88,0	94,4	21,1	38,4	.	.
IV	535,7	549,6	-14,0	317,8	314,6	104,7	93,4	92,5	101,6	20,8	40,0	.	.
2006 I	559,4	565,9	-6,5	333,4	328,4	105,6	96,0	92,7	98,2	27,7	43,3	.	.
II	574,5	576,5	-2,0	340,7	335,8	106,6	97,8	106,0	106,8	21,3	36,1	.	.
III	587,1	593,3	-6,3	352,5	352,2	105,5	98,1	109,6	104,3	19,5	38,7	.	.
2006 Ene	177,5	176,6	0,9	108,9	107,8	34,7	31,8	30,6	29,3	3,4	7,7	.	.
Feb	195,8	197,9	-2,1	112,2	110,6	36,3	32,4	29,3	32,3	18,0	22,6	.	.
Mar	186,1	191,4	-5,3	112,3	110,1	34,6	31,8	32,8	36,5	6,4	13,0	.	.
Abr	185,6	185,8	-0,2	113,4	111,9	35,1	32,0	30,5	29,0	6,6	12,9	.	.
May	194,2	200,9	-6,7	112,5	111,8	35,6	33,0	38,7	43,9	7,3	12,2	.	.
Jun	194,7	189,8	4,9	114,8	112,1	35,9	32,8	36,8	33,9	7,3	11,0	.	.
Jul	190,4	192,5	-2,1	115,5	115,6	35,1	31,5	33,6	32,8	6,2	12,6	.	.
Ago	197,1	201,0	-3,9	115,9	117,2	35,2	33,6	38,4	36,6	7,5	13,5	.	.
Sep	199,6	199,9	-0,3	121,1	119,4	35,2	33,0	37,5	34,9	5,8	12,6	.	.

C32 Bienes

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

C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	15,1	7,5	227,7	273,4	64,7	57,8	10,3	10,8	18,7	52,9	65,6	79,4	68,4	72,6
2004	15,4	7,9	265,3	292,6	94,7	74,3	13,4	12,9	24,5	56,0	67,5	77,5	65,2	71,9
2005	15,7	9,4	323,2	351,6	112,7	89,4	13,8	13,8	31,2	71,4	78,9	80,0	86,6	97,1
2005 II	3,9	2,4	80,3	100,5	26,8	20,0	3,5	3,7	10,3	30,0	19,4	23,2	20,3	23,6
III	3,9	2,9	80,4	85,5	27,8	26,1	3,1	3,0	7,5	15,8	20,6	17,0	21,3	23,6
IV	4,0	2,5	94,7	102,6	36,4	33,4	4,1	4,2	7,3	14,0	21,3	22,5	25,5	28,5
2006 I	4,0	2,0	82,3	82,9	19,8	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,7	29,9
II	4,1	2,9	109,1	120,6	36,4	19,2	4,4	4,0	13,2	40,8	24,6	21,4	30,5	35,2

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	-146,4	-130,3	-1,7	-128,6	-16,1	0,0	-16,1	135,0	125,1	3,1	122,0	10,0	0,1	9,9
2004	-154,8	-164,9	-21,4	-143,5	10,1	0,1	10,0	90,6	94,1	1,5	92,6	-3,5	0,5	-4,0
2005	-294,0	-234,5	-12,0	-222,5	-59,5	-0,2	-59,3	91,7	59,8	0,6	59,2	31,9	-0,3	32,2
2005 III	-133,6	-108,9	-5,3	-103,6	-24,6	0,0	-24,7	26,2	12,6	1,0	11,6	13,6	0,2	13,4
IV	-72,7	-58,4	-0,4	-58,0	-14,4	0,1	-14,4	36,2	26,8	-1,5	28,3	9,4	-0,4	9,8
2006 I	-50,5	-41,7	-1,8	-39,9	-8,8	0,2	-9,1	19,0	14,7	0,7	14,0	4,3	-0,3	4,6
II	-111,0	-88,7	-6,2	-82,4	-22,4	-1,1	-21,3	98,9	86,6	0,5	86,1	12,3	1,0	11,3
III	-54,9	-51,2	-8,4	-42,9	-3,6	-0,1	-3,5	18,0	14,3	0,7	13,6	3,7	-0,4	4,1
2005 Sep	-17,2	-6,6	-1,1	-5,5	-10,6	0,0	-10,6	18,6	3,3	0,4	2,9	15,3	0,2	15,0
Oct	-22,4	-10,6	0,3	-10,8	-11,8	0,0	-11,7	9,4	11,5	0,3	11,3	-2,1	0,4	-2,5
Nov	-10,4	-7,2	0,1	-7,3	-3,2	-0,3	-2,9	4,0	2,5	-1,6	4,1	1,5	0,1	1,5
Dic	-39,9	-40,5	-0,8	-39,8	0,6	0,4	0,2	22,7	12,8	-0,2	12,9	10,0	-0,9	10,8
2006 Ene	-6,5	4,4	-0,6	5,0	-10,9	-0,1	-10,8	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,4	0,1	-2,5
Feb	-39,4	-33,8	-1,6	-32,3	-5,6	0,1	-5,7	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
Mar	-4,6	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,4	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,3	-0,5	8,9
Abr	-84,4	-59,8	-1,9	-57,9	-24,6	-0,5	-24,1	92,7	78,2	0,0	78,1	14,6	0,2	14,4
May	-14,6	-18,5	-3,3	-15,2	3,9	-0,3	4,2	10,1	8,5	0,4	8,1	1,5	0,4	1,1
Jun	-12,0	-10,3	-1,0	-9,3	-1,7	-0,2	-1,4	-3,9	-0,1	0,1	-0,1	-3,8	0,4	-4,2
Jul	-13,1	-11,6	-1,2	-10,4	-1,4	0,0	-1,4	3,7	3,4	0,2	3,2	0,2	-0,2	0,4
Ago	-8,2	-13,3	-3,1	-10,2	5,0	-0,1	5,1	0,6	5,0	0,3	4,7	-4,3	-0,1	-4,2
Sep	-33,6	-26,3	-4,1	-22,3	-7,3	0,0	-7,2	13,7	5,9	0,2	5,7	7,8	-0,2	7,9

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
													AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-65,8	-2,6	110,4	-2,4	-45,0	-129,5	-0,2	200,0	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-84,2	-3,7	123,9	1,2	-81,9	-96,6	-2,1	272,1	0,0	-43,2	-15,2	0,1	14,5
2005	-0,1	-14,1	-120,4	-3,4	282,8	-0,7	-118,6	-137,9	-0,8	242,5	0,1	-14,3	0,0	0,1	37,7
2005 III	-0,1	-4,9	-27,6	-0,9	148,5	-0,4	-20,0	-44,9	0,1	16,3	0,1	-6,8	7,3	0,2	10,5
IV	0,0	-4,8	-53,8	-0,8	63,0	0,6	-24,6	-26,9	-0,2	18,5	0,1	-4,7	5,9	5,9	-22,6
2006 I	0,0	-19,1	-77,9	-0,6	121,2	-0,1	-53,7	-36,2	-0,2	80,8	0,7	2,5	-10,3	-3,8	15,0
II	0,0	11,6	7,6	-2,6	35,5	1,0	-23,9	-26,2	0,1	115,4	-3,2	-7,1	-0,7	-3,2	-11,0
III	0,0	-5,7	-20,1	.	73,7	-0,4	-45,4	-19,6	.	56,8	1,9	-15,7	-1,1	.	2,3
2005 Sep	0,0	-3,4	-3,4	-	15,8	-0,2	-11,5	-18,9	-	31,6	0,4	4,4	9,8	-	-2,4
Oct	0,0	4,6	-11,0	-	-3,8	0,6	-17,3	-9,6	-	19,6	0,0	6,4	3,2	-	4,7
Nov	0,0	-6,7	-20,7	-	11,3	0,1	-3,5	-13,7	-	2,5	0,1	-5,1	-1,7	-	-8,5
Dic	0,0	-2,7	-22,1	-	55,5	-0,2	-3,7	-3,7	-	-3,6	0,0	-6,0	4,3	-	-18,7
2006 Ene	0,0	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	1,0	0,4	3,0	-7,5	-	10,2
Feb	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,9	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	12,0
Mar	0,0	-8,7	-17,4	-	49,5	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,1
Abr	0,0	3,5	-5,8	-	-9,4	0,5	-6,1	-11,4	-	26,1	-1,1	-6,5	0,2	-	3,9
May	0,0	3,4	12,2	-	-10,2	0,4	-11,2	-11,8	-	65,8	-1,6	-2,2	-2,0	-	1,7
Jun	0,0	4,6	1,2	-	55,1	0,0	-6,6	-3,0	-	23,5	-0,5	1,6	1,1	-	-16,6
Jul	0,0	2,3	-8,2	-	45,5	0,2	-10,5	-4,0	-	0,6	0,4	-18,3	-1,9	-	-5,2
Ago	0,0	-4,8	-5,0	-	-2,5	0,0	-8,9	-8,1	-	8,4	1,0	0,0	1,9	-	2,9
Sep	0,0	-3,2	-6,9	-	30,6	-0,7	-26,1	-7,5	-	47,8	0,5	2,6	-1,1	-	4,6

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP			IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores		
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Efectivo y depósitos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Efectivo y depósitos	Pasivos
								Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2003	-252,2	176,0	-0,8	10,6	-0,2	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-98,5	-	34,0
2004	-314,4	283,5	-0,2	7,7	-1,5	-2,0	-3,6	-261,7	244,9	4,4	-17,4	-266,2	262,3	-50,9	-10,4	34,4
2005	-569,6	645,1	-0,6	6,7	5,2	-2,4	-2,4	-397,7	479,4	-98,6	51,7	-299,1	427,7	-176,5	-6,6	161,5
2005 III	-106,2	156,9	0,9	5,0	7,7	4,7	1,2	-86,7	123,1	-20,9	14,7	-65,8	108,4	-28,0	-16,0	27,6
IV	-129,0	170,5	-0,8	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-88,4	120,0	-38,0	5,3	-50,4	114,8	-37,8	13,5	53,5
2006 I	-218,3	295,1	-3,4	6,6	7,6	3,8	-3,6	-136,4	222,2	-13,3	12,8	-123,2	209,4	-86,1	-8,4	69,8
II	-103,9	71,4	0,8	2,3	-11,2	-12,1	0,3	-57,6	10,1	-31,4	21,1	-26,2	-10,9	-35,9	15,5	58,6
III	-158,3	215,6	-1,3	3,8	12,0	8,1	6,0	-120,2	165,0	-37,3	19,1	-82,9	145,9	-48,8	-7,2	40,8
2005 Sep	-84,1	95,1	0,1	4,0	2,1	0,8	-0,2	-69,1	76,7	-14,2	6,0	-54,9	70,7	-17,2	-6,8	14,5
Oct	-53,1	59,2	0,1	-1,1	0,7	-0,3	1,8	-46,4	52,7	-3,8	3,3	-42,6	49,3	-7,4	3,3	5,8
Nov	-147,4	198,9	-0,9	2,2	-1,2	1,3	0,2	-113,0	174,5	-1,0	0,4	-112,0	174,0	-32,2	-3,8	22,0
Dic	71,4	-87,6	0,1	-2,0	-1,5	-2,1	-4,1	71,0	-107,1	-33,2	1,5	104,2	-108,6	1,8	13,9	25,6
2006 Ene	-103,2	144,3	0,1	4,9	3,7	2,3	-2,4	-71,1	117,7	6,6	-1,0	-77,8	118,6	-35,9	-15,8	24,2
Feb	-44,5	73,1	-4,4	0,2	1,2	1,0	-1,2	-3,9	36,3	-7,4	9,8	3,5	26,4	-37,5	-3,4	37,9
Mar	-70,5	77,6	1,0	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,5	68,3	-12,5	4,0	-48,9	64,3	-12,7	10,9	7,8
Abr	-82,1	111,6	0,1	-1,3	-4,4	-4,8	4,3	-64,3	82,3	-5,5	9,8	-58,8	72,5	-13,4	6,0	26,3
May	-72,3	64,1	0,0	5,0	-4,1	-4,5	-4,8	-45,1	40,6	-8,4	2,5	-36,7	38,1	-23,1	-3,5	23,3
Jun	50,5	-104,3	0,6	-1,3	-2,6	-2,9	0,9	51,8	-112,8	-17,4	8,8	69,3	-121,6	0,6	13,1	9,0
Jul	-53,7	73,3	0,8	0,1	7,0	6,9	1,8	-42,9	64,5	-13,1	7,6	-29,8	56,9	-18,6	-2,8	7,0
Ago	-2,3	21,2	-2,5	1,3	0,5	-0,1	-0,5	7,9	18,4	-7,7	5,8	15,7	12,6	-8,2	-5,7	1,9
Sep	-102,3	121,1	0,5	2,5	4,5	1,4	4,7	-85,3	82,1	-16,5	5,7	-68,8	76,4	-22,0	1,3	31,8

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-0,8	0,0	10,7	0,0	-0,1	0,8	-0,2	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,7	0,1	0,0	-0,3	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,4	-0,2
2005	-0,5	-0,1	6,7	0,0	0,0	6,4	8,9	-2,4	-1,2	0,0	-2,2	-0,3
2005 II	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
III	0,9	0,0	4,9	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
IV	-0,8	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	0,0	-2,1	0,0
2006 I	-3,4	0,0	6,6	0,1	0,0	7,8	4,0	3,8	-0,1	0,0	-3,2	-0,4
II	0,8	0,0	2,4	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,4	0,0	0,2	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-0,9	-95,3	-9,1	-86,3	-2,3	4,3	29,4	0,3
2004	-257,8	-3,9	242,0	2,9	-6,1	-40,6	-30,2	-10,4	-4,3	9,3	23,5	1,6
2005	-394,6	-3,1	477,8	1,6	-8,7	-151,4	-144,8	-6,6	-16,5	11,5	143,8	6,2
2005 II	-97,2	1,7	43,7	0,8	-5,9	-40,9	-62,0	21,1	-4,6	2,1	53,5	1,3
III	-81,5	-5,2	120,4	2,7	1,4	-22,9	-6,9	-16,0	-6,6	1,9	27,3	-1,7
IV	-91,9	3,5	124,8	-4,8	-1,9	-36,9	-50,3	13,5	0,9	4,9	47,7	0,9
2006 I	-132,6	-3,9	216,3	5,9	-3,8	-74,0	-65,5	-8,4	-8,4	4,4	60,0	5,4
II	-58,1	0,5	15,7	-5,5	-3,6	-34,7	-50,3	15,5	2,4	4,0	59,6	-4,9

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	27,8	1,7	0,0	-1,6	27,7	-2,5	1,9	-0,1	22,2	6,3	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,0	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2005 II	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,1	0,6	0,0	0,9	3,0	0,0	0,0
III	2,4	0,5	0,0	2,6	-0,7	1,4	1,4	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
IV	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	0,0	0,0
2006 I	6,1	0,8	0,0	3,4	2,4	6,2	-4,8	0,0	-3,6	4,6	0,0	-0,5
II	-1,4	1,4	0,0	-0,5	-3,0	0,9	2,4	0,0	-6,8	0,5	0,0	0,7

Fuente: BCE.

7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

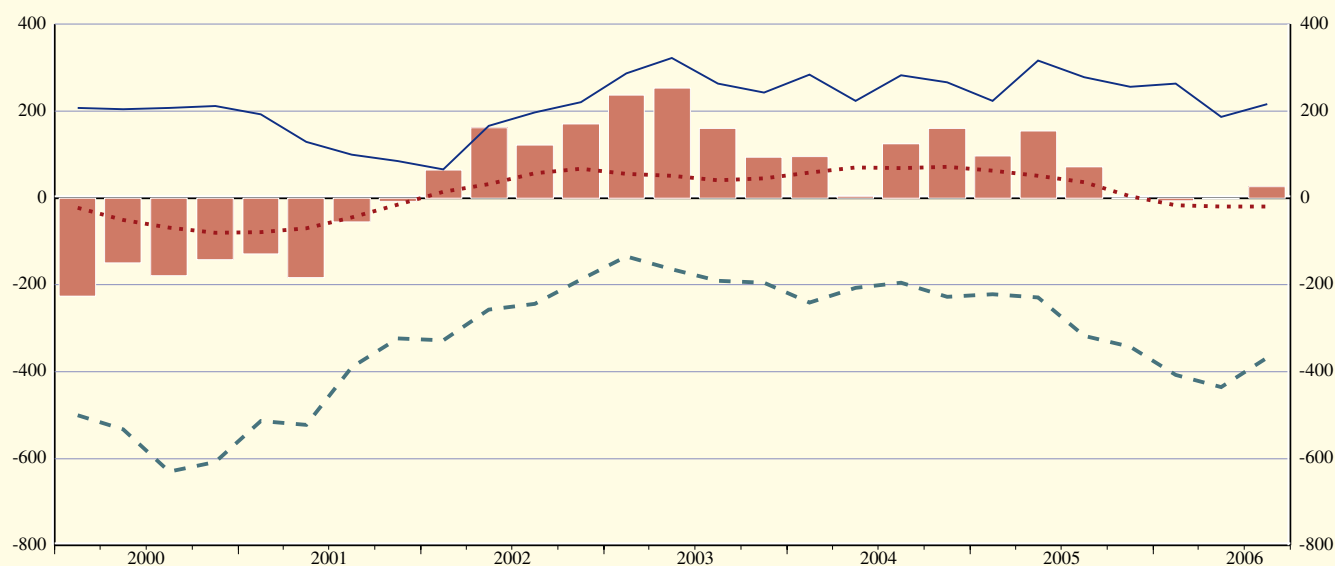
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	44,8	-144,7	135,0	-171,6	114,7	242,4	-98,8	30,6	-14,4	-44,3	93,8	93,7
2004	72,2	-133,6	90,1	-196,0	113,9	266,7	-52,5	30,8	-6,6	-51,1	134,0	160,8
2005	3,7	-281,8	92,0	-258,2	239,6	256,1	-171,3	159,1	-10,7	-41,1	-12,7	0,1
2005 III	1,7	-128,3	26,1	-65,1	153,0	20,1	-20,4	28,8	-0,4	-25,2	-9,7	-19,2
IV	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-15,0
2006 I	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-54,9	-50,8	-34,1
II	-6,6	-103,8	97,9	-19,3	28,9	100,1	-47,1	58,9	-1,7	-44,5	63,0	66,7
III	1,5	-46,4	18,4	-40,8	40,3	50,0	-36,8	46,8	4,7	-50,6	-12,8	7,9
2005 Sep	-4,5	-16,1	18,4	-12,4	11,8	25,3	-15,2	14,3	-1,3	-28,6	-8,2	-21,1
Oct	-5,7	-22,6	9,0	-17,3	-4,6	18,4	-6,7	7,7	-4,2	19,3	-6,7	-5,2
Nov	-0,2	-10,3	4,0	-36,1	11,3	-5,5	-33,5	22,2	1,9	-2,2	-48,2	-44,9
Dic	2,3	-39,5	23,6	-21,5	41,6	-20,6	0,4	21,5	-4,0	28,8	32,5	35,1
2006 Ene	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,6	-23,9	5,7
Feb	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,3	-19,2
Mar	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	-20,6
Abr	-7,3	-82,0	92,5	-17,0	-13,5	20,4	-17,8	30,6	-5,6	-17,8	-17,5	-7,3
May	-10,7	-11,0	9,7	-1,6	-10,6	63,3	-27,2	18,5	2,0	-21,2	11,0	11,2
Jun	11,4	-10,7	-4,3	-0,7	53,1	16,4	-2,0	9,8	1,9	-5,5	69,5	62,8
Jul	3,2	-11,8	3,8	-14,1	27,3	-1,0	-11,6	8,8	1,8	-15,4	-9,0	4,5
Ago	-1,0	-5,1	0,7	-11,1	2,6	3,8	-7,7	1,5	-3,8	9,3	-10,6	-12,1
Sep	-0,7	-29,5	13,9	-15,6	10,4	47,1	-17,5	36,6	6,7	-44,5	6,9	15,5
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2006 Sep	-19,6	-271,5	172,3	-259,4	233,6	216,2	-202,1	223,4	-11,8	-104,0	-23,1	25,6

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones²⁾



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional (mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital (operaciones acumuladas)

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

2. Balanza de pagos: inversiones directas (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-187,5	-128,6	2,7	13,6	-121,4	-23,5	0,0	-1,7	1,2	2,2	-20,2	9,2	-49,5
En el exterior	-367,9	-243,6	1,6	3,7	-224,9	-23,9	0,0	-6,8	-2,6	-7,6	-31,3	-19,8	-56,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-297,6	-221,3	0,3	-0,1	-199,2	-22,2	0,0	-2,3	-2,0	-7,3	-4,9	-10,4	-49,4
Otro capital	-70,2	-22,3	1,3	3,7	-25,6	-1,7	0,0	-4,6	-0,6	-0,2	-26,4	-9,4	-6,8
En la zona del euro	180,3	115,0	1,1	10,0	103,5	0,4	0,0	5,1	3,9	9,7	11,0	29,0	6,7
Acc. y particip/ beneficios reinv.	140,8	89,4	0,3	9,4	78,3	1,3	0,0	4,3	3,6	9,1	-9,6	38,5	5,6
Otro capital	39,5	25,6	0,8	0,5	25,2	-1,0	0,0	0,8	0,2	0,6	20,6	-9,5	1,1

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-440,9	-125,9	0,4	-12,3	-100,1	-11,4	-2,5	-9,6	-32,9	1,9	-99,8	-77,2	-97,3
Acciones y participaciones	-169,1	-14,3	0,7	-5,5	-9,1	-0,4	0,0	-4,4	-23,2	4,7	-51,3	-24,6	-55,9
Valores distintos de acciones	-271,7	-111,5	-0,4	-6,7	-90,9	-11,0	-2,5	-5,2	-9,7	-2,8	-48,5	-52,6	-41,3
Bonos y obligaciones	-255,3	-101,1	-0,5	-3,6	-80,9	-13,1	-3,1	-4,2	-6,1	-1,2	-51,7	-49,5	-41,5
Inst. del mercado monetario	-16,4	-10,4	0,1	-3,1	-10,0	2,1	0,5	-1,1	-3,6	-1,6	3,2	-3,1	0,2

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
III 2005 a II 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	136,5	5,2	-8,8	13,5	0,8	-12,0	11,8	-2,6	35,1	-19,2	45,1	56,6	9,3	6,9
Activos	-557,4	-383,8	-25,4	4,7	-336,3	-26,5	-0,3	-3,9	18,4	-41,7	7,3	-59,3	-2,4	-91,9
AAPP	2,1	-5,4	1,4	-0,8	-5,5	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,3	8,2
IFM	-371,7	-217,1	-26,0	5,2	-173,0	-23,5	0,3	-3,3	16,9	-36,9	-7,3	-46,1	-0,7	-77,1
Otros sectores	-187,8	-161,3	-0,8	0,3	-157,8	-3,2	0,2	-0,8	1,5	-4,8	14,1	-13,2	-0,4	-23,0
Pasivos	693,9	389,0	16,6	8,8	337,1	14,5	12,1	1,3	16,7	22,4	37,8	116,0	11,7	98,8
AAPP	-4,1	-2,9	0,0	0,0	-2,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,2	0,1
IFM	488,5	225,8	16,0	7,6	188,6	12,2	1,3	1,7	14,0	17,7	17,3	111,6	11,7	88,7
Otros sectores	209,5	166,1	0,6	1,2	151,0	2,3	11,1	-0,3	2,7	5,0	21,3	4,4	0,2	10,0

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión 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	-709,9	-9,8	181,4	-943,1	-12,6	-301,7	366,1
2003	-781,2	-10,5	90,7	-919,3	-7,5	-251,8	306,7
2004	-824,8	-10,6	109,7	-1.001,2	-14,9	-199,5	281,0
2005	-811,1	-10,1	327,8	-1.148,7	-14,4	-296,0	320,1
2006 I	-960,3	-11,5	327,7	-1.217,9	-6,7	-390,6	327,2
II	-955,0	-11,4	340,7	-1.280,3	-2,0	-337,2	323,8
Activos: saldos vivos							
2002	7.427,6	102,5	2.007,3	2.292,6	133,1	2.628,5	366,1
2003	7.970,9	106,9	2.171,1	2.659,0	160,8	2.673,4	306,7
2004	8.775,6	113,3	2.338,5	3.035,8	174,1	2.946,2	281,0
2005	10.813,8	135,2	2.712,4	3.873,8	236,1	3.671,4	320,1
2006 I	11.277,9	134,9	2.747,5	4.082,3	269,7	3.851,3	327,2
II	11.297,5	135,2	2.837,0	3.963,5	268,3	3.904,9	323,8
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.137,6	112,3	1.826,0	3.235,8	145,7	2.930,2	-
2003	8.752,1	117,4	2.080,3	3.578,3	168,3	2.925,2	-
2004	9.600,5	123,9	2.228,8	4.037,0	189,0	3.145,7	-
2005	11.624,9	145,3	2.384,6	5.022,5	250,5	3.967,3	-
2006 I	12.238,3	146,4	2.419,8	5.300,2	276,4	4.241,9	-
II	12.252,5	146,6	2.496,3	5.243,8	270,3	4.242,1	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.546,4	132,7	1.413,7	460,9	1,6	459,3	1.294,8	42,1	1.252,7	531,1	2,9	528,3
2003	1.728,7	124,8	1.603,8	442,4	2,1	440,3	1.508,6	46,3	1.462,3	571,8	3,2	568,6
2004	1.899,2	145,0	1.754,2	439,3	3,1	436,2	1.659,7	44,0	1.615,8	569,1	8,2	560,9
2005	2.186,8	167,1	2.019,7	525,6	6,9	518,8	1.776,3	46,0	1.730,3	608,3	10,1	598,2
2006 I	2.219,1	163,4	2.055,7	528,4	6,8	521,6	1.814,7	44,3	1.770,4	605,1	10,0	595,1
II	2.288,0	165,6	2.122,4	549,0	7,3	541,7	1.883,6	44,4	1.839,2	612,6	10,1	602,6

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos					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	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.662,1	1,2	189,4	1,2	47,1	209,3
2003	1,7	53,6	11,5	1.026,4	1.570,7	8,3	461,1	8,0	846,7	1.759,6	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0
2004	2,1	74,0	16,1	1.160,6	1.756,4	6,2	541,6	9,7	938,6	2.045,4	0,9	231,5	0,4	54,2	235,2
2005	3,0	100,6	26,6	1.602,9	2.428,5	6,6	693,6	11,5	1.114,3	2.276,2	0,8	260,6	0,4	52,9	317,7
2006 I	2,9	121,5	28,7	1.722,1	2.671,4	6,7	733,4	11,0	1.145,7	2.309,8	0,2	247,7	4,1	58,4	319,0
II	2,8	104,9	29,7	1.611,5	2.561,9	5,8	732,5	10,7	1.144,3	2.369,8	3,3	253,6	7,3	57,0	312,0

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,4	62,9	58,2	4,7	54,5	0,1	42,3	13,8
2003	4,4	0,6	66,0	0,2	0,2	59,4	53,6	5,8	41,6	0,0	42,0	3,8
2004	4,5	0,1	74,4	0,2	0,2	62,7	54,5	8,3	41,7	0,0	42,1	3,4
2005	4,8	0,2	82,2	0,2	0,1	58,0	46,2	11,8	43,7	0,0	42,6	3,6
2006 I	8,2	0,2	86,5	0,3	0,1	50,2	42,1	8,1	43,3	0,0	40,8	2,7
II	7,9	0,2	88,5	0,3	0,1	60,6	40,4	20,2	42,6	0,0	41,1	2,8

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,4	493,8	205,7	288,1	90,7	104,7	364,5	47,8
2003	1.739,8	38,4	2.243,1	30,9	168,9	535,9	207,0	328,9	84,2	107,0	386,4	45,7
2004	1.957,6	45,2	2.423,5	42,1	172,0	568,7	237,1	331,6	93,4	110,0	400,2	49,7
2005	2.462,3	56,2	3.046,0	52,3	184,5	729,8	374,8	355,0	131,7	124,9	546,4	69,1
2006 I	2.575,2	55,5	3.236,0	54,7	189,2	789,0	420,2	368,9	140,4	130,2	607,3	83,3
II	2.588,6	53,6	3.197,0	47,2	190,9	823,8	470,0	353,7	136,7	134,1	653,4	77,9

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva													Pro memoria					
														Activos	Pasivos				
	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						
	1	2	3	4	5	6	En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	7	8	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones	Instrum. del mercado monetario	12	13	14	15	16
	Eurosistema																		
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3			
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3			
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8			
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9			
2006 I	327,2	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	0,5	71,2	31,9	0,1	0,0	27,7	-19,4			
II	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,1			
2006 Jul	330,1	183,3	369,890	4,2	7,6	135,0	4,4	25,6	104,9	-	-	-	0,1	0,0	26,3	-19,7			
Ago	326,4	179,4	369,671	4,4	7,3	135,3	3,9	23,2	108,1	-	-	-	0,2	0,0	26,2	-19,7			
Sep	325,0	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	26,8	-21,9			
Oct	325,5	174,7	367,426	4,4	5,9	140,5	4,1	22,0	114,4	-	-	-	0,0	0,0	23,6	-18,6			
	de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																		
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2			
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5			
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3			
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9			
2006 I	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5			
II	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0			
2006 Jul	41,0	10,6	21,312	0,2	0,0	30,3	1,1	4,5	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,7			
Ago	40,4	10,3	21,312	0,2	0,0	29,8	0,7	4,4	24,7	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4			
Sep	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,7			
Oct	40,6	10,1	21,312	0,2	0,0	30,2	0,8	3,3	26,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,2			

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:		Total			Pro memoria:		
	1	2	3	Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6	Manufacturas 7	8	Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,4	512,8	227,7	309,5	949,2	984,6	559,5	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,3	501,3	222,7	300,3	924,0	991,2	553,2	164,4	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,7	247,6	313,6	999,4	1.074,9	605,4	184,1	256,3	770,3	129,5
2005	7,7	13,1	1.241,2	589,6	267,7	332,0	1.071,5	1.221,4	700,8	203,7	274,0	845,1	185,6
2005 II	6,7	11,6	304,5	145,2	65,0	81,9	260,3	294,3	167,8	50,4	66,5	202,0	41,8
III	10,2	15,5	319,9	150,5	70,8	85,2	275,3	318,9	184,3	53,4	70,5	218,4	53,1
IV	9,9	15,4	324,0	154,8	69,2	86,1	279,3	328,1	188,0	55,4	72,3	225,4	53,3
2006 I	15,9	22,5	332,7	159,3	71,1	89,1	285,2	336,5	197,0	52,4	73,8	224,5	55,8
II	9,2	14,3	339,3	162,0	71,6	89,6	291,2	343,6	203,8	52,0	74,2	232,4	56,1
III	8,0	10,6	346,5	166,4	71,8	90,9	296,2	356,2	213,7	50,5	75,2	237,5	.
2006 Abr	5,2	9,4	112,5	53,6	23,7	29,2	96,1	114,1	66,1	17,1	24,4	77,0	17,7
May	14,1	20,0	113,1	54,1	23,9	30,2	97,3	114,9	69,0	17,5	25,1	77,3	19,7
Jun	8,3	13,6	113,6	54,3	24,0	30,1	97,8	114,7	68,7	17,4	24,7	78,1	18,7
Jul	7,1	13,5	111,7	53,9	22,7	29,3	95,4	117,3	69,6	16,5	24,7	78,5	19,4
Ago	7,4	9,6	116,2	55,7	23,5	30,6	99,0	119,5	73,6	17,2	25,1	80,2	21,5
Sep	9,5	8,9	118,5	56,8	25,5	30,9	101,8	119,4	70,5	16,8	25,5	78,8	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,4	98,2	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	119,9	118,7	108,0	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,7	4,9	124,4	119,4	129,8	124,3	124,6	113,8	107,4	120,5	123,6	115,7	110,3
2005 II	4,6	5,7	123,1	118,8	126,5	123,7	121,8	112,3	106,0	120,4	121,6	111,6	106,5
III	7,0	5,7	127,5	121,1	136,7	126,5	127,5	116,0	108,9	125,0	126,1	118,9	114,9
IV	5,7	5,1	127,8	122,9	133,1	127,0	128,5	117,1	108,5	129,7	127,1	121,5	111,2
2006 I	10,7	8,4	129,4	124,7	135,4	129,8	129,9	116,7	109,6	120,6	128,3	119,1	108,4
II	5,0	3,4	131,9	126,9	136,8	130,0	132,8	118,6	111,4	122,3	129,8	123,5	103,9
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Abr	1,2	-1,5	131,3	126,2	136,0	127,3	131,7	117,8	108,6	119,3	127,2	122,3	99,9
May	9,0	7,0	131,9	127,0	136,3	132,0	133,1	118,9	113,3	123,0	131,0	122,8	109,5
Jun	5,0	4,8	132,5	127,5	138,0	130,8	133,7	118,9	112,2	124,5	131,1	125,5	102,2
Jul	4,1	5,6	130,2	126,1	130,7	127,7	130,6	120,3	112,2	117,9	127,7	124,4	107,3
Ago	4,2	2,8	134,9	129,0	134,9	133,4	134,7	122,3	118,9	122,4	129,6	126,6	119,9
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,7	99,6	101,9	100,0	84,5
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,6	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 II	2,0	5,5	98,7	99,2	95,1	100,9	97,7	102,3	107,2	91,6	99,0	97,2	128,1
III	3,0	9,2	100,0	100,9	95,8	102,5	98,7	107,3	114,7	93,4	101,2	98,7	150,5
IV	4,0	9,8	101,1	102,2	96,2	103,3	99,3	109,3	117,4	93,4	103,0	99,6	156,3
2006 I	4,7	13,0	102,5	103,7	97,1	104,5	100,3	112,6	121,7	95,0	104,1	101,3	167,8
II	4,0	10,5	102,6	103,7	96,9	104,9	100,2	113,1	123,9	92,9	103,6	101,1	176,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Abr	4,0	11,0	102,5	103,4	96,6	104,9	100,1	113,3	123,7	93,8	104,2	101,4	173,2
May	4,7	12,1	102,6	103,8	97,4	104,7	100,2	113,1	123,7	93,2	104,2	101,5	176,1
Jun	3,2	8,4	102,6	103,8	96,6	105,2	100,3	112,9	124,3	91,8	102,3	100,4	178,9
Jul	2,9	7,5	102,6	104,0	96,5	104,9	100,2	114,2	126,0	91,5	104,9	101,6	176,5
Ago	3,1	6,6	103,1	105,2	96,9	104,8	100,7	114,4	125,8	92,3	105,2	102,1	175,3
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			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.)															
2002	1.083,4	25,3	37,1	205,7	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,5	100,1
2003	1.060,3	24,9	38,7	194,8	117,6	29,3	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,7	101,2
2004	1.146,9	25,6	41,8	203,9	128,0	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	113,0
2005	1.241,2	28,7	45,0	204,2	143,4	43,1	70,6	34,6	185,2	43,5	34,1	166,1	73,0	46,9	122,9
2005 II	304,5	7,1	11,1	50,2	34,1	10,5	17,1	8,2	45,3	10,0	8,5	40,6	17,2	11,4	33,1
2005 III	319,9	7,4	11,4	51,6	36,4	11,3	17,9	9,1	47,3	11,4	8,5	44,1	19,4	12,2	32,0
2005 IV	324,0	7,5	11,4	51,8	39,2	11,5	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,4	19,2	12,3	31,9
2006 I	332,7	7,5	11,6	52,7	40,7	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	43,9	19,0	13,3	32,5
2006 II	339,3	7,8	12,2	54,1	42,9	12,9	18,3	9,8	49,3	12,8	8,3	45,1	19,2	13,2	33,6
2006 III	346,5	.	.	.	.	14,1	19,2	9,5	49,1	13,4	8,5	45,8	19,0	13,4	.
2006 Abr	112,5	2,5	3,9	17,8	14,5	4,2	6,1	3,2	16,6	4,2	2,8	15,3	6,3	4,4	10,8
2006 May	113,1	2,6	4,1	17,9	14,1	4,3	6,1	3,3	16,5	4,2	2,8	14,6	6,3	4,4	12,0
2006 Jun	113,6	2,7	4,2	18,3	14,3	4,4	6,1	3,3	16,1	4,4	2,8	15,2	6,5	4,5	10,8
2006 Jul	111,7	2,6	4,3	17,7	14,5	4,5	6,4	3,0	16,0	4,3	2,8	14,8	6,2	4,2	10,4
2006 Ago	116,2	2,6	4,2	19,0	14,7	4,6	6,4	3,2	16,5	4,4	2,8	14,7	6,2	4,5	12,3
2006 Sep	118,5	.	.	.	.	5,0	6,5	3,3	16,5	4,8	2,9	16,2	6,5	4,6	.
en porcentaje del total de exportaciones															
2005	100,0	2,3	3,6	16,5	11,5	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,7	13,4	5,9	3,8	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2002	984,6	23,0	35,7	149,7	93,5	42,1	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	143,0	67,8	39,4	80,6
2003	991,2	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,2	141,8	68,9	39,8	84,7
2004	1.074,9	25,3	39,6	144,1	107,2	56,4	53,0	22,8	113,8	92,1	53,9	161,1	72,7	45,1	88,0
2005	1.221,4	25,6	42,2	152,7	117,6	75,4	58,2	24,9	120,1	117,7	53,0	189,4	95,6	53,5	95,6
2005 II	294,3	6,5	10,3	37,1	28,9	18,0	14,4	5,8	29,8	27,8	12,6	43,8	22,2	12,2	25,0
2005 III	318,9	6,3	10,8	39,7	30,1	19,9	14,9	6,1	30,9	31,3	13,6	50,9	26,4	14,0	24,0
2005 IV	328,1	6,6	11,1	39,6	31,1	20,3	15,4	6,6	31,0	32,5	13,8	52,7	26,4	15,0	26,1
2006 I	336,5	6,7	11,3	40,7	32,2	23,7	15,1	6,7	31,7	33,4	13,9	51,2	26,9	15,7	27,3
2006 II	343,6	6,7	11,5	43,3	34,2	24,8	15,4	7,5	31,6	34,5	13,8	53,2	27,0	15,8	24,4
2006 III	356,2	.	.	.	.	24,1	15,9	7,2	31,8	35,5	14,0	55,6	27,5	16,4	.
2006 Abr	114,1	2,3	3,7	14,6	11,3	7,8	5,1	2,6	10,4	11,2	4,4	17,8	8,8	5,1	8,9
2006 May	114,9	2,3	3,9	14,6	11,4	8,5	5,1	2,5	10,5	11,4	4,5	18,0	9,2	5,3	7,9
2006 Jun	114,7	2,1	3,9	14,0	11,5	8,6	5,3	2,5	10,7	11,9	4,8	17,4	9,0	5,4	7,6
2006 Jul	117,3	2,5	4,0	14,0	11,8	7,7	5,3	2,3	10,7	11,7	4,6	18,4	8,9	5,5	9,7
2006 Ago	119,5	2,2	4,0	14,2	11,8	8,7	5,4	2,4	10,7	11,7	4,8	18,7	9,9	5,5	9,5
2006 Sep	119,4	.	.	.	.	7,7	5,3	2,4	10,5	12,1	4,6	18,5	8,6	5,4	.
en porcentaje del total de importaciones															
2005	100,0	2,1	3,5	12,5	9,6	6,2	4,8	2,0	9,9	9,6	4,3	15,5	7,8	4,4	7,8
Saldo															
2002	98,8	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,0	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,6	-2,6	-8,3	4,1	19,6
2003	69,1	1,2	1,7	56,0	15,5	-18,1	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,3	-9,4	-2,0	16,5
2004	72,0	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,0	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,7	-11,3	-8,9	-4,5	24,9
2005	19,8	3,1	2,8	51,5	25,8	-32,3	12,4	9,8	65,0	-74,3	-18,9	-23,3	-22,6	-6,5	27,3
2005 II	10,2	0,6	0,8	13,1	5,2	-7,5	2,7	2,4	15,5	-17,7	-4,1	-3,1	-5,0	-0,9	8,1
2005 III	1,0	1,1	0,6	11,9	6,3	-8,7	3,0	2,9	16,5	-19,9	-5,1	-6,8	-7,0	-1,8	8,0
2005 IV	-4,2	0,9	0,4	12,3	8,1	-8,9	2,6	2,8	17,8	-20,7	-5,3	-10,3	-7,2	-2,7	5,8
2006 I	-3,8	0,8	0,3	12,0	8,6	-11,6	2,9	3,0	18,5	-20,9	-5,1	-7,3	-7,9	-2,3	5,3
2006 II	-4,3	1,1	0,7	10,8	8,7	-12,0	2,8	2,3	17,7	-21,7	-5,5	-8,1	-7,9	-2,5	9,2
2006 III	-9,7	.	.	.	.	-10,0	3,3	2,3	17,3	-22,0	-5,5	-9,8	-8,5	-3,1	.
2006 Abr	-1,6	0,2	0,2	3,1	3,2	-3,6	1,0	0,7	6,2	-7,1	-1,6	-2,5	-2,5	-0,8	1,9
2006 May	-1,8	0,3	0,2	3,3	2,7	-4,2	1,0	0,9	6,0	-7,2	-1,7	-3,4	-2,9	-0,9	4,1
2006 Jun	-1,0	0,5	0,3	4,3	2,8	-4,1	0,8	0,8	5,4	-7,5	-2,1	-2,2	-2,5	-0,9	3,3
2006 Jul	-5,6	0,1	0,2	3,7	2,7	-3,3	1,1	0,7	5,4	-7,4	-1,9	-3,6	-2,7	-1,3	0,7
2006 Ago	-3,3	0,4	0,3	4,8	2,9	-4,1	1,1	0,8	5,8	-7,3	-2,0	-4,0	-3,7	-1,0	2,8
2006 Sep	-0,9	.	.	.	.	-2,6	1,2	0,9	6,1	-7,3	-1,7	-2,2	-2,1	-0,8	.

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

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

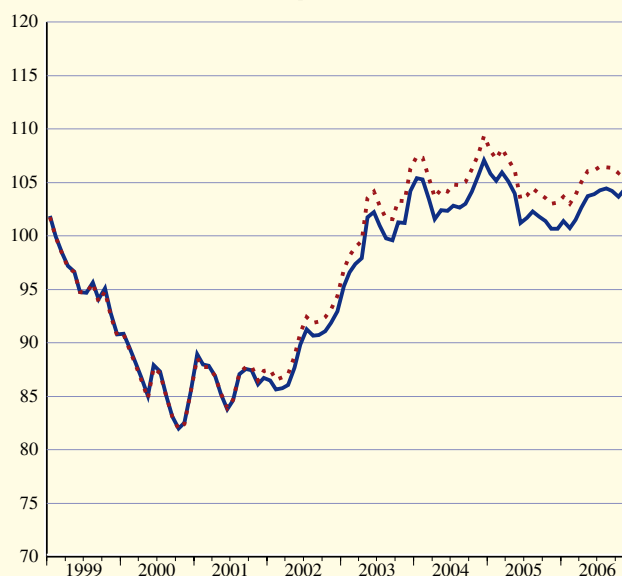
(medias del período; índice 1999 I=100)

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

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

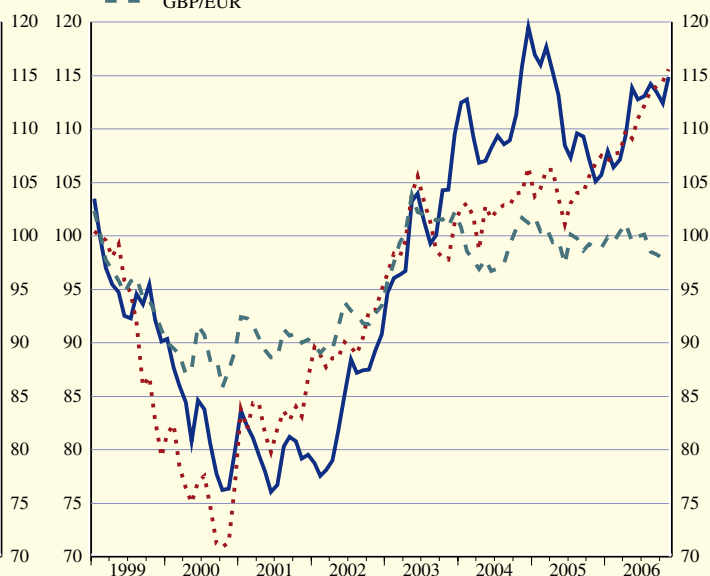
— TCE-23 nominal
 TCE-23 real deflactado por el IPC



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	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona islandesa	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006 I	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
II	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1.194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
III	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 May	7,4565	9,3310	0,68330	1,2770	142,70	1,5564	1.202,04	9,9019	2,0133	1,4173	7,7988	1,6715
Jun	7,4566	9,2349	0,68666	1,2650	145,11	1,5601	1.207,64	9,8210	2,0129	1,4089	7,8559	1,7104
Jul	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1.205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
Ago	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1.231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
Sep	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1.212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
Oct	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
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
% variación sobre mes anterior												
2006 Nov	0,0	-1,6	0,2	2,1	1,0	0,2	0,2	2,1	0,7	2,8	-1,8	-0,3
% variación sobre año anterior												
2006 Nov	0,0	-4,8	-0,8	9,3	8,2	3,1	-1,7	9,7	0,2	5,0	5,3	4,1

	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2006 I	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
II	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	239,63	37,690	1,9558	3,5172
III	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	239,62	37,842	1,9558	3,5415
2006 May	28,271	15,6466	0,57510	0,6960	3,4528	262,37	0,4293	3,8954	239,63	37,578	1,9558	3,5072
Jun	28,386	15,6466	0,57504	0,6960	3,4528	272,39	0,4293	4,0261	239,65	38,062	1,9558	3,5501
Jul	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	239,65	38,377	1,9558	3,5715
Ago	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	239,62	37,669	1,9558	3,5271
Sep	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	239,59	37,497	1,9558	3,5274
Oct	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	239,60	36,804	1,9558	3,5191
Nov	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	239,64	35,884	1,9558	3,4955
% variación sobre mes anterior												
2006 Nov	-0,9	0,0	0,2	0,1	0,0	-3,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	0,0	-0,7
% variación sobre año anterior												
2006 Nov	-4,2	0,0	0,7	0,1	0,0	3,1	0,0	-3,7	0,1	-7,2	0,0	-

	Yuan renminbi chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694,851
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771
2006 I	9,6793	7,3426	78,43	11.178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026
II	10,0815	7,2786	92,72	11.479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473
III	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118
2006 May	10,2353	7,2731	91,69	11.536,41	4,6107	2,0240	66,222	34,5386	8,0859	48,534	1,8400
Jun	10,1285	7,2575	94,38	11.850,97	4,6364	2,0462	67,259	34,1587	8,8431	48,541	2,0258
Jul	10,1347	7,2509	94,33	11.582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,8992	48,197	1,9712
Ago	10,2141	7,2893	90,08	11.649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802
Sep	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870
Oct	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654
Nov	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786
% variación sobre mes anterior											
2006 Nov	1,6	-0,6	3,5	1,8	1,2	1,0	1,8	1,1	-3,0	0,0	0,7
% variación sobre año anterior											
2006 Nov	6,3	-0,4	22,4	-0,5	5,4	12,7	-0,1	1,0	19,3	-2,9	17,2

Fuente: BCE.

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

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2006 I	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
II	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	3,1	4,6	1,9	2,2
III	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	2,5	4,8	1,5	2,4
2006 Jun	2,3	2,1	4,4	2,6	6,3	3,7	2,9	3,3	1,5	3,0	4,5	1,9	2,5
Jul	2,4	2,0	4,5	2,8	6,9	4,4	3,2	3,6	1,4	1,9	5,0	1,8	2,4
Ago	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	3,1	5,0	1,6	2,5
Sep	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	2,5	4,5	1,2	2,4
Oct	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	1,5	3,1	1,2	2,4
Déficit (-) / superávit de las AAPP en porcentaje del PIB													
2003	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-7,2	-10,0	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-6,5	-5,0	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,2
2005	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-7,8	-3,2	-2,5	-1,4	-3,1	3,0	-3,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
2003	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	58,0	70,2	43,9	28,5	42,7	51,8	38,9
2004	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	74,9	41,8	28,7	41,6	50,5	40,4
2005	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	74,2	42,0	28,0	34,5	50,4	42,4
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje del PIB, media del período													
2006 May	3,93	4,02	-	4,07	3,60	4,13	6,85	4,24	5,27	3,73	4,50	3,89	4,49
Jun	4,05	4,03	-	4,03	4,14	4,34	7,26	4,27	5,55	3,87	4,66	3,93	4,50
Jul	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	3,86	5,42	3,96	4,49
Ago	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	3,92	5,13	3,84	4,49
Sep	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	3,98	4,79	3,70	4,44
Oct	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	4,02	4,42	3,73	4,51
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2006 May	2,12	2,98	2,92	3,22	4,48	2,90	-	3,24	4,15	3,50	3,96	2,31	4,70
Jun	2,16	3,08	3,06	3,19	4,16	3,00	-	3,45	4,17	3,38	4,20	2,47	4,73
Jul	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	3,34	4,92	2,56	4,73
Ago	2,36	3,33	3,32	3,21	5,07	3,27	7,11	3,69	4,19	3,52	4,93	2,70	4,94
Sep	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	3,55	4,95	2,83	5,03
Oct	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	3,55	5,02	2,96	5,13
PIB real													
2004	4,2	1,9	8,1	4,1	8,6	7,3	5,2	0,0	5,3	4,2	5,4	4,1	3,1
2005	6,1	3,0	10,5	3,8	10,2	7,6	4,1	2,2	3,4	3,9	6,0	2,9	1,8
2006 I	7,1	3,5	11,6	3,6	13,1	8,1	4,3	-1,8	4,7	4,8	6,7	4,4	2,3
II	6,2	3,9	11,8	4,1	11,1	8,5	4,0	5,5	5,2	5,6	6,7	5,0	2,6
III	.	3,8	.	3,6	.	7,1	.	.	.	.	9,8	4,7	2,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-6,5	2,4	-11,7	-4,1	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-3,1	-3,3	6,9	-1,5
2005	-1,9	3,7	-9,5	-5,1	-11,4	-5,9	-5,9	-7,1	-1,4	-2,4	-8,6	6,3	-2,1
2005 IV	-2,4	2,9	-7,9	-23,7	-14,3	-6,0	-4,7	-15,9	-1,7	-6,5	-14,9	5,7	-2,1
2006 I	0,7	-0,5	-11,3	-12,1	-13,0	-9,6	-7,4	-12,4	-1,6	-2,0	-6,4	5,7	-2,8
II	-6,3	3,0	-9,7	-4,0	-16,5	-9,0	-6,4	-7,9	-1,5	0,7	-9,5	5,7	-3,0
Costes laborales unitarios													
2004	1,8	1,0	4,4	0,6	6,6	3,0	5,6	1,1	-1,5	3,6	3,2	-1,0	2,0
2005	-0,6	1,2	2,7	1,3	5,8	3,7	.	-0,1	0,4	1,6	1,2	0,6	.
2006 I	-0,2	1,4	3,7	-	-	3,6	-	.	-	-	3,3	-2,3	.
II	.	1,2	5,1	-	-	3,5	-	.	-	-	1,8	-0,2	.
III	.	1,3	.	-	-	.	-	.	-	-	.	0,2	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,6	10,4	11,4	6,1	7,4	19,0	6,3	18,2	7,7	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,3	8,8	8,2	7,2	7,3	17,7	6,5	16,3	7,8	4,8
2006 I	7,7	4,2	5,9	5,3	7,6	6,0	7,4	7,6	15,2	6,4	14,2	7,8	5,2
II	7,3	4,1	6,3	5,2	7,3	5,8	7,3	7,6	14,4	6,3	13,6	.	5,5
III	7,1	3,6	4,4	5,2	7,2	5,8	7,6	7,5	14,2	5,9	13,0	.	.
2006 Jun	7,1	4,0	6,0	5,3	7,2	5,6	7,3	7,6	14,2	6,2	13,5	.	5,5
Jul	7,2	3,7	4,6	5,2	7,4	5,6	7,5	7,5	14,4	6,1	13,2	.	5,6
Ago	7,1	3,7	4,4	5,2	7,2	5,8	7,6	7,5	14,2	6,0	13,1	.	5,6
Sep	7,0	3,5	4,2	5,1	7,0	6,1	7,6	7,4	14,1	5,8	12,9	.	.
Oct	6,9	.	4,2	5,1	6,8	5,7	7,9	7,3	14,0	5,4	12,7	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

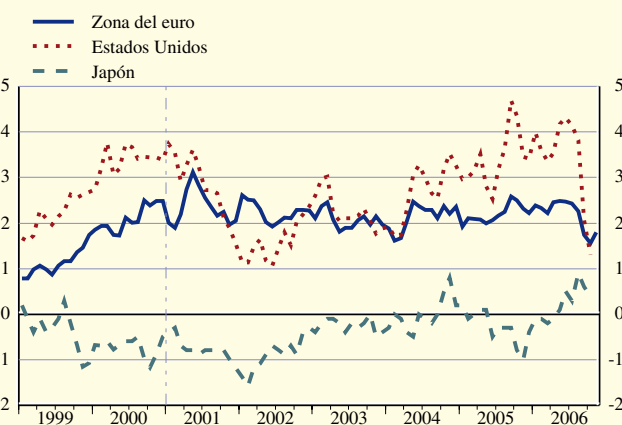
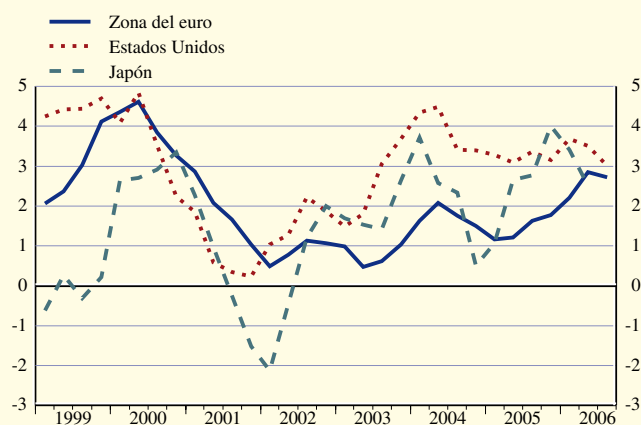
	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos bancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2002	1,6	0,3	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,4
2003	2,3	0,8	2,5	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	5,0	5,5	5,0	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2005 III	3,8	0,3	3,4	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,3	48,7
IV	3,7	-0,9	3,1	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 I	3,6	2,1	3,7	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	-0,2	3,5	5,7	4,6	9,0	5,21	5,07	1,2582	-2,0	48,6
III	3,3	-2,0	3,0	6,3	4,7	9,0	5,43	4,90	1,2743	.	.
2006 Jul	4,1	-	-	6,2	4,8	9,3	5,50	5,10	1,2684	-	-
Ago	3,8	-	-	6,3	4,7	9,0	5,42	4,88	1,2811	-	-
Sep	2,1	-	-	6,6	4,6	8,8	5,38	4,72	1,2727	-	-
Oct	1,3	-	-	4,4	4,4	9,0	5,37	4,73	1,2611	-	-
Nov	.	-	-	.	.	.	5,37	4,60	1,2881	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,2	-3,8	2,0	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,1	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,7	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 III	-0,3	0,3	2,9	-0,2	4,3	1,7	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,7	-2,1	4,1	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	-0,1	-1,6	3,6	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	0,2	-2,4	2,7	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	.	2,7	5,4	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 Jul	0,3	-2,5	-	5,1	4,1	0,6	0,40	1,91	146,70	-	-
Ago	0,9	-3,6	-	5,9	4,2	0,5	0,41	1,81	148,53	-	-
Sep	0,6	.	-	5,2	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
Oct	0,4	.	-	7,4	4,1	0,7	0,44	1,76	149,65	-	-
Nov	.	.	-	.	.	.	0,48	1,70	151,11	-	-

C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)

C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

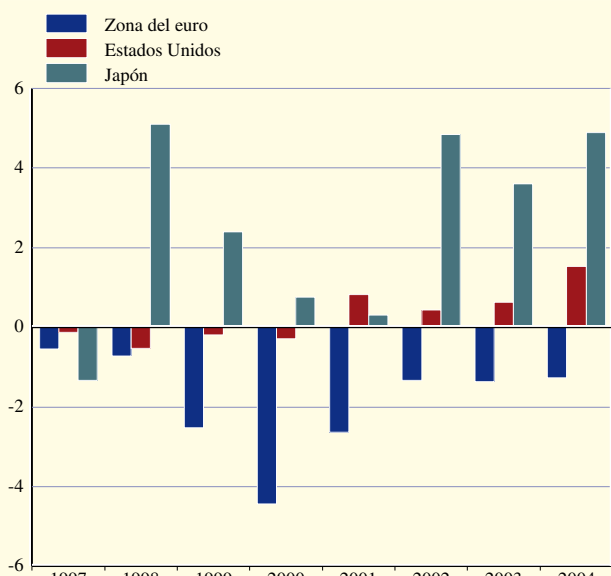
5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

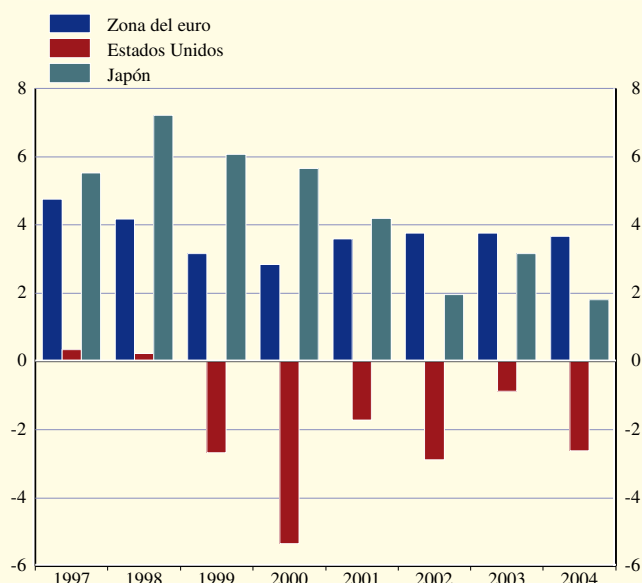
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,4	11,4	7,3
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,4	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 III	13,4	19,5	-5,6	7,0	6,7	6,0	8,1	4,3	0,2	13,6	6,8	11,1	8,7
IV	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,7	13,6	7,4	11,3	11,8
2005 I	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,5	10,0	8,5
II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,7	9,4	10,4
III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,3	13,9	5,2	10,0	10,4
IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,3	13,6	3,6	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,7	13,6	5,0	9,1	9,3
II	14,5	20,3	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,2	2,4	-1,4	13,3	2,4	8,8	8,1
Japón													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	-7,4	-4,9	.	2,9	.	0,8
2004 III	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
IV	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 I	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
II	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
III	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
IV	.	23,9	.	.	.	16,0	.	-17,2	-19,9	.	15,7	.	3,6
2006 I	.	23,7	.	.	.	12,1	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
II	.	23,4	.	.	.	-19,5	.	-16,2	1,3	.	9,5	.	-9,3

C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C21	Nuevos depósitos a plazo	S38
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C30	Cuenta corriente	S55
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C32	Bienes	S56
C33	Servicios	S56
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C35	Tipos de cambio efectivos	S67
C36	Tipos de cambio bilaterales	S67
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C38	Índices de precios de consumo	S70
C39	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C40	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajus-

tados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si T_t representa las operaciones en el trimestre t y L_t el saldo vivo a fin del trimestre t , la tasa de crecimiento del trimestre t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen

¹ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

² Para más detalles, véase D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

³ De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación

⁴ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

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

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

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

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 S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacio-

nal. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y rentas, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 6 de diciembre de 2006.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página, en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que

entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de

las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona

del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona el euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la

sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públi-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

cas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». La emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

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

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de

acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como me-

dia ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

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

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

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese

momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a

las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

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

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química,

de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

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

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

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

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE

en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2005), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborales, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emiti-

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

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

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

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

bre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de finan-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.



ciación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos,

hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

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

31 DE AGOSTO DE 2006

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

5 DE OCTUBRE DE 2006

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

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.



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



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el tercer trimestre del 2006, TARGET procesó una media diaria de 313.247 pagos, por un importe medio total diario de 2.031 mm de euros. En comparación con el trimestre precedente, ello supuso una disminución del 7% en el número de órdenes y del 6% en su importe. Si se compara con el mismo período del año pasado, se observa un incremento del 6% en el número de operaciones procesadas y del 11% en su importe. La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo en un nivel elevado, el 89%, en lo que respecta al importe de los pagos, y se situó en el 60%, el mismo nivel que el trimestre anterior, en cuanto al número de órdenes procesadas. El día de máxima actividad de TARGET fue el 29 de septiembre, el último día laborable del trimestre, fecha en que se procesó un total de 445.698 pagos.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 241.873 pagos intra-Estado miembro, por un importe medio total diario de 1.322 mm de euros, en el tercer trimestre del 2006. Con respecto al trimestre precedente, estos resultados supusieron un descenso del 6% tanto en el número de operaciones procesadas como en su importe. En relación con el mismo período del 2005, el número de órdenes de pago creció un 6%, y el importe, un 9%. Los pagos intra-Estado miembro representaron el 77,2% del total de operaciones procesadas por TARGET y el 65,1% de su importe. El importe medio de estas operaciones aumentó en 0,1 millón de euros, alcanzando los 5,5 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 158 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 29 de septiembre, fecha en que se procesó un total de 339.628 pagos.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 71.374 pagos, por un importe medio total diario de 709 mm de euros, en el tercer trimestre del 2006. En comparación con el trimestre anterior, esta cifra supuso una reducción del 8% en el número de pagos y del 5% en el importe. El número de pagos interbancarios disminuyó un 8%, y su importe, un 5%, en relación con el trimestre precedente. Por su parte, los pagos de clientes registraron un descenso del 9% en el número de operaciones y del 5% 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 48% en lo que se refiere al número de operaciones y del 95% en cuanto al importe. En comparación con el trimestre precedente, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó de 19 millones de euros a 19,9 millones de euros, y el de los pagos de clientes se redujo de 951.550 euros a 885.365 euros. Por tramos de importes, el 65% 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 57 operaciones. El día de máxima actividad del trimestre fue el 29 de septiembre, fecha que se procesó un total de 106.070 pagos.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el tercer trimestre del 2006, TARGET logró una disponibilidad general del 99,88%, en comparación con el 99,92% del trimestre anterior. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 15, tres más 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 tercer trimestre del 2006

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

(número de pagos)	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	19.441.665	19.774.574	19.949.738	20.854.425	20.313.134
Media diaria	295.161	320.888	306.721	336.362	313.362
Pagos intra-Estado miembro					
Total	15.052.276	15.944.755	15.303.728	16.019.310	15.686.100
Media diaria	228.511	249.136	235.303	258.376	241.873
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.389.389	4.592.102	4.646.007	4.835.115	4.627.034
Media diaria	66.650	71.752	71.418	77.986	71.374
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	11.590.400	12.132.235	11.600.246	12.024.168	11.712.173
Media diaria	175.942	189.665	178.399	194.328	180.593
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.677.545	1.716.063	1.672.785	1.664.581	1.587.129
Media diaria	25.481	26.847	25.738	24.880	24.512
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sakit-järjestelmä (POPS)					
Total	148.838	135.414	133.846	172.023	144.456
Media diaria	2.258	2.117	2.058	2.579	2.224

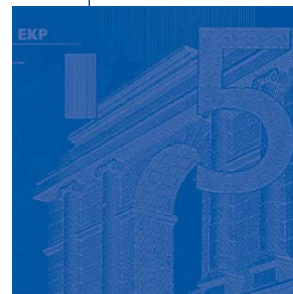
Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	121.300	126.557	130.350	133.405	131.843
Media diaria	1.841	1.977	2.005	2.152	2.031
Pagos intra-Estado miembro					
Total	80.160	83.883	85.621	86.989	85.847
Media diaria	1.217	1.311	1.317	1.403	1.322
Pagos entre Estados miembros					
Total	41.140	42.675	44.730	46.416	45.995
Media diaria	624	668	688	749	709
Otros sistemas					
EURO1 (EBA)					
Total	10.787	10.820	11.142	11.936	12.399
Media diaria	164	169	171	193	191
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	3.864	3.760	3.629	3.891	3.572
Media diaria	59	59	56	62	55
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sakit-järjestelmä (POPS)					
Total	106	109	122	112	111
Media diaria	2	2	2	2	2

**Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET
para cada componente nacional
y para el mecanismo de pagos del BCE**

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad III 2006
Bélgica	100,00%
Dinamarca	99,86%
Alemania	99,95%
Grecia	100,00%
España	99,83%
Francia	99,67%
Irlanda	100,00%
Italia	100,00%
Luxemburgo	99,90%
Países Bajos	100,00%
Austria	100,00%
Polonia	100,00%
Portugal	99,79%
Finlandia	99,10%
Suecia	100,00%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,78%
Disponibilidad general de TARGET	99,88%

se produjeron tres incidencias de duración superior a dos horas. En el cuadro 3 se muestra la disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE. En el trimestre analizado, el 97,78% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 1,94% tardó de cinco a quince minutos, y el 0,21% entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en sólo 47 pagos diarios, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 71.374 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre septiembre y noviembre del 2006. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

«Informe Anual 2005», abril 2006.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.

«Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

«Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.

«Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.

«Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

«Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.

«Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.

«Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

«La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.

«Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.

«Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.

«El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.

«La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.

«Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

«La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.

«El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.

«Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

«Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.

«Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.

«El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.

«Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.

«Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.
 «Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.
 «La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.
 «Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.
 «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.
 «Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.
 «Salos monetarios por sectores: factores determinantes y evolución reciente», agosto 2006.
 «Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro», agosto 2006.
 «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», octubre 2006.
 «Cuentas financieras y no financieras integradas de los sectores institucionales de la zona del euro», octubre 2006.
 «“Activismo” de la política monetaria», noviembre 2006.
 «La experiencia del Eurosistema con las operaciones de ajuste al final del período de mantenimiento de reservas», noviembre 2006.
 «Desarrollo del sector financiero en Europa central, oriental y sudoriental», noviembre 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.

- 32 «Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucci e I. Agur, diciembre 2005.
- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y J. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 672 «Understanding inflation persistence: a comparison of different models», por H. Dixon y E. Kara, septiembre 2006.
- 673 «Optimal monetary policy in the generalised Taylor economy», por E. Kara, septiembre 2006.
- 674 «A quasi-maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models», por C. Doz, D. Giannone y L. Reichlin, septiembre 2006.
- 675 «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», por A. Afonso, septiembre 2006.
- 676 «The distribution of contract durations across firms: a unified framework for understanding and comparing dynamic wage and price-setting models», por H. Dixon, septiembre 2006.
- 677 «What drives EU banks' stock returns? Bank-level evidence using the dynamic dividend-discount model», por O. Castrén, T. Fitzpatrick y M. Sydow, septiembre 2006.
- 678 «The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks», por R. A. De Santis, septiembre 2006.
- 679 «Monetary policy in the media», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, septiembre 2006.
- 680 «Comparing alternative predictors based on large-panel factor models», por A. D'Agostino y D. Giannone, octubre 2006.
- 681 «Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the United States», por G. W. Beck, K. Hubrich y M. Marcellino, octubre 2006.
- 682 «Is reversion to PPP in euro exchange rates non-linear?», por Bernd Schnatz, octubre 2006.
- 683 «Financial integration of new EU Member States», por L. Cappiello, B. Gérard, A. Kadareja y S. Manganelli, octubre 2006.
- 684 «Inflation dynamics and regime shifts», por J. Lendvai, octubre 2006.
- 685 «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», por M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann, octubre 2006.
- 686 «Stale information, shocks and volatility», por R. Gropp y A. Kadareja, octubre 2006.
- 687 «Credit growth in central and eastern Europe: new (over)shooting stars?», por B. Égert, P. Backé y T. Zumer, octubre 2006.
- 688 «Determinants of workers' remittances – evidence from the European neighbouring region», por I. Schiopu y N. Siegfried, octubre 2006.
- 689 «The effect of financial development on the investment cash flow relationship: cross-country evidence from Europe», por B. Becker y J. Sivadasan, octubre 2006.
- 690 «Optimal simple monetary policy rules and non-atomistic wage-setters in a New Keynesian framework», por S. Gnecchi, octubre 2006.
- 691 «The yield curve as a predictor and emerging economies», por A. Mehl, noviembre 2006.
- 692 «Bayesian inference in co-integrated VAR models: with applications to the demand for euro area M3», por A. Warne, noviembre 2006.
- 693 «Evaluating China's integration in world trade with a gravity model-based benchmark», por M. Bussière y B. Schnatz, noviembre 2006.
- 694 «Optimal currency shares in international reserves: the impact of the euro and the prospects for the dollar», por E. Papaioannou, R. Portes y G. Siourounis, noviembre 2006.
- 695 «Geography or skills: what explains Fed watchers' forecast accuracy of US monetary policy?», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, noviembre 2006.
- 696 «What is global excess liquidity, and does it matter?», por R. Ruffer y L. Stracca, noviembre 2006.
- 697 «How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project», por W. T. Dickens, L. Götte, E. L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen, y M. E. Ward-Warmedlinger, noviembre 2006.
- 698 «Optimal monetary policy rules with labour market frictions», por E. Faia, noviembre 2006.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005 (sólo en Internet).
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option», abril 2005 (sólo en Internet).
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.
- «TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.
- «The new EU Member States: convergence and stability», mayo 2005.
- «Financial Stability Review», junio 2005.
- «Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005 (sólo en Internet).
- «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005 (sólo en Internet).
- «Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005 (sólo en Internet).
- «Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005 (sólo en Internet).
- «Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.
- «Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), agosto 2005.
- «Eurosysteem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005 (sólo en Internet).
- «Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales – Declaración», agosto 2005 (sólo en Internet).
- «Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.
- «Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles», agosto 2005.
- «Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.
- «EU banking structures», octubre 2005.
- «EU banking sector stability», octubre 2005.
- «Second progress report on TARGET2», octubre 2005 (sólo en Internet).
- «Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods» («B.O.P. Book»), noviembre 2005.

«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.

«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005 (sólo en Internet).

«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation», diciembre 2005 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2005.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.

«The Eurosystem, the Union and beyond», diciembre 2005.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).

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

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

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

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

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

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

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

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

«ECB statistics: an overview», abril 2006.

«TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

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

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

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

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

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

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

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

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«The Eurosystem's view of a “SEPA for cards”», noviembre 2006 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The current TARGET system», agosto 2005.

«TARGET2 – innovation and transformation», agosto 2005.

«The euro area at a glance», agosto 2005.

«ECB statistics: a brief overview», agosto 2005.

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

«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.

«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.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado, han adoptado el euro como moneda única.