



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

E ECB EZB EKT EKP

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007

BOLETÍN MENSUAL
FEBRERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 2007

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

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

© Banco Central Europeo, 2007

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 7 de febrero de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
------------------	----------

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
--	----------

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	38
Producto, demanda y mercado de trabajo	47
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	55

Recuadros

1 Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias	15
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2007	21
3 Precios de las acciones y beneficios en la zona del euro	36
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre del 2007	43
5 Evolución reciente de la construcción	49
6 Introducción de los indicadores armonizados de competitividad de los países de la zona del euro	57

ARTÍCULOS

Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro	63
Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras	79
Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE	91

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
---	-----------

ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2006	V
Glosario	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de febrero de 2007, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, el 11 de enero de 2007, ha corroborado los argumentos que fundamentaron sus decisiones anteriores de aumentar los tipos de interés. Asimismo, esta información ha confirmado que sigue siendo esencial mantener una extrema vigilancia a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse, lo que permitirá mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Como se ha señalado en ocasiones precedentes, dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria siga contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. La orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés oficiales del BCE continúan situados en niveles bajos, que el crecimiento monetario y del crédito es muy dinámico, y que la situación de liquidez de la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno sigue siendo esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, los últimos indicadores y los resultados de las encuestas más recientes sugieren que la expansión económica ha proseguido en el 2007 y sigue manteniendo su solidez y su carácter generalizado. De cara al futuro, aunque es posible que las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB real registren cierta volatilidad, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguen siendo favorables y continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro registre tasas de crecimiento cercanas a su potencial. El crecimiento de la economía mundial, en el que se observa un mayor equilibrio entre las distintas regiones, sigue siendo fuerte, 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 su impulso. La inversión debería mantener su dinamismo, como reflejo del efecto positivo 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 gradualmente con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo —en particular, el crecimiento del empleo— continúe mejorando.

Los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento económico están en general equilibrados a corto plazo y, a más largo plazo, apuntan a la baja. Los principales riesgos están relacionados con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, resulta esencial destacar la importancia de adoptar una perspectiva a medio plazo y estimar separadamente la posible volatilidad de las tasas de inflación durante el 2007. A este respecto, podría ser útil considerar la posible volatilidad de la inflación más detalladamente. A muy corto plazo, las variaciones del IVA en un país grande de la zona del euro no parecen haberse reflejado plenamente en los precios en el mes de enero. Más adelante, debe señalarse que los niveles actuales y la evolución anterior de los precios del petróleo, y los precios de los contratos de futuros sobre este producto, podrían producir efectos de base favorables que se traducirían progresivamente en una reducción de las tasas de inflación en los meses de primavera y de verano. No obstante, estos efectos serán temporales. En los meses siguientes del 2007, se espera que las tasas de inflación vuelvan a ascender como resultado de efectos de base desfavorables.

Las perspectivas a medio y a largo plazo para la estabilidad de precios siguen estando sujetas a riesgos al alza, relacionados con una transmisión de los anteriores aumentos de los precios del pe-



tróleo a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, y con nuevos incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos además de los ya anunciados. Por otra parte, no pueden excluirse nuevas subidas de los precios del petróleo. Lo que es más importante, una evolución salarial más dinámica de lo esperado entrañaría importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios, teniendo en cuenta la evolución favorable del crecimiento del PIB real durante los últimos trimestres, que los datos de las encuestas que miden la utilización de la capacidad productiva están acercándose a los niveles máximos registrados en el 2000, y la mejora observada actualmente de la evolución del mercado de trabajo. Por tanto, resulta crucial que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. En este contexto, los acuerdos salariales deberían tener en cuenta la evolución de la productividad en relación con el nivel todavía alto del desempleo y las posiciones de la competitividad de precios. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de las próximas negociaciones salariales de los países de la zona del euro.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 9,7% en diciembre, lo que representa el valor más alto registrado desde la introducción del euro. Aun teniendo en cuenta que las cifras mensuales pueden ser volátiles y que no debe sobreestimarse la relevancia de la evolución a corto plazo, la continuación del fuerte crecimiento monetario y del crédito corrobora la opinión de que el ritmo de expansión del agregado monetario amplio de la zona del euro sigue siendo intenso y, hasta el momento, no se dispone de datos que apunten a que la tendencia alcista observada desde mediados del 2004 se haya interrumpido o invertido.

La continuidad de la vigorosa expansión del dinero y del crédito refleja la orientación todavía acomodaticia de la política monetaria y el fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado, que fue del 10,7% en diciembre, sigue situada en un nivel elevado, aunque ha mos-

trado una ligera moderación respecto al mes anterior. El intenso crecimiento del crédito al sector privado refleja la continuación de la tendencia alcista del crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras registrada desde mediados del 2004. Al mismo tiempo, en el contexto de incremento de los tipos de los préstamos hipotecarios en el conjunto de la zona del euro y de retroceso de los mercados de la vivienda en algunas regiones, el crecimiento del endeudamiento de los hogares ha mostrado más signos de moderación durante los últimos meses, aunque sigue situado en niveles muy elevados.

Si se evalúa la tendencia monetaria y del crédito desde la perspectiva adecuada a medio y a largo plazo, la evolución más reciente confirma la persistencia de una tendencia alcista de la tasa subyacente de crecimiento monetario. Tras varios años de sólido crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. La continuación del intenso crecimiento monetario y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez apunta a la existencia de riesgos alcistas 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 un entorno de dinamismo de la expansión de la actividad económica y de la continuidad del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario en muchas partes de la zona del euro.

En síntesis, a la hora de evaluar la evolución de los precios, resulta particularmente importante estimar separadamente el efecto de la volatilidad a corto plazo. Sobre la base de la actual valoración del Consejo de Gobierno, es probable que las tasas de inflación, tras un posible descenso durante la primavera y el verano, vuelvan a aumentar en los siguientes meses del año. Los riesgos para las perspectivas a medio plazo referidas a la trayectoria de los precios siguen apuntando al alza, y se relacionan, sobre todo, con una evolución de los salarios más dinámica de lo esperado. Teniendo en cuenta el intenso vigor del crecimiento monetario y del crédito, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis

monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no se materialicen, lo que contribuirá a que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a la política fiscal, las primeras indicaciones confirman que la evolución presupuestaria de la zona del euro fue relativamente favorable en el 2006, respaldada por el fuerte crecimiento de la producción y por los ingresos extraordinarios. En este momento, resulta indispensable que la mejora de las finanzas públicas mantenga este impulso y que durante el 2007 y el 2008 se acelere el ritmo del saneamiento presupuestario, de forma que todos los países de la zona del euro cumplan cuanto antes el objetivo de alcanzar a medio plazo situaciones presupuestarias saneadas. Los resultados logrados en el 2006, mejores de lo esperado, y los posibles ingresos extraordinarios de este año deben emplearse para activar el saneamiento de las finanzas públicas. La experiencia ha demostrado la necesidad de resistir firmemente la tentación de relajar la moderación del gasto, de retrasar la aplicación de reformas necesarias o de poner en práctica políticas procíclicas. Las medidas de saneamiento presupuestario resultan verdaderamente efectivas cuando están basadas en una estrategia de reformas integral y creíble, con más énfasis en la reducción del gasto que en el incremento de los ingresos.

El Consejo de Gobierno subrayó que el progreso en el ámbito de las reformas estructurales y la moderación de los incrementos de los costes labora-

les observados en algunos países han constituido factores clave de la mejora del empleo y de la reducción del paro durante los últimos años. Aunque la tasa de paro normalizada es aún elevada, el 7,5% registrado en diciembre del 2006 fue el nivel más bajo desde el comienzo de la serie en 1993 y ha descendido en 1,4 puntos porcentuales desde el máximo observado en junio del 2004. A fin de aprovechar plenamente los beneficios de la Unión Económica y Monetaria y del Mercado Único, son necesarias más reformas estructurales para mejorar la capacidad de ajuste de la zona del euro. Entre ellas se cuentan un grado suficiente de diferenciación salarial, especialmente para mejorar las oportunidades de empleo de los trabajadores menos cualificados y de las regiones con un alto nivel de desempleo y, asimismo, incluyen un mayor grado de flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo que crearían nuevas oportunidades para la inversión y la innovación. También es necesaria la eliminación de los obstáculos para la movilidad de los trabajadores, entre puestos de trabajo, regiones y fronteras. Tras la entrada de Eslovenia en la zona del euro, es necesario dar a sus trabajadores pleno acceso a los mercados laborales de todos los países de la zona del euro. En términos generales, las reformas estructurales, en combinación con el saneamiento presupuestario, deberían respaldar una evolución sostenida, reduciendo la carga que se desplaza a las próximas y futuras generaciones. En consecuencia, siguen existiendo retos importantes que, aunque difieren de país a país, todos requieren atención urgente.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza los desafíos para la sostenibilidad fiscal de la zona del euro. El segundo presenta una descripción general de los avances realizados en el desarrollo de los mecanismos para la gestión de las crisis financieras en la UE. El tercero examina las remesas de emigrantes a regiones vecinas de la UE del sur, sudeste y este de Europa.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Pese a una cierta moderación de las tasas de crecimiento, la economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso. Los precios de consumo han evolucionado, en gran medida, al compás de los precios de la energía, que elevaron las tasas de inflación a finales del 2006. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen relación con el temor de una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo y con la preocupación ante una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Pese a cierta moderación de las tasas de crecimiento, la economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso. Aunque se redujo ligeramente, la producción industrial en los países de la OCDE (excluidos los que integran la zona del euro), siguió creciendo a un ritmo bastante sólido, en tasas interanuales, en octubre del 2006 (véase gráfico 1). Los datos procedentes de las encuestas de opinión siguen siendo compatibles con un crecimiento mundial relativamente vigoroso, ya que una nueva desaceleración observada en el sector manufacturero podría compensarse con alguna resistencia en el sector servicios.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por los precios de consumo ha seguido evolucionando, en gran medida, al compás de los precios de la energía, que elevaron las tasas de inflación a finales del 2006. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido estable en niveles relativamente moderados. Los datos de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios siguen siendo relativamente positivos, a pesar de la notable caída experimentada con respecto a los máximos alcanzados a mediados del 2006.

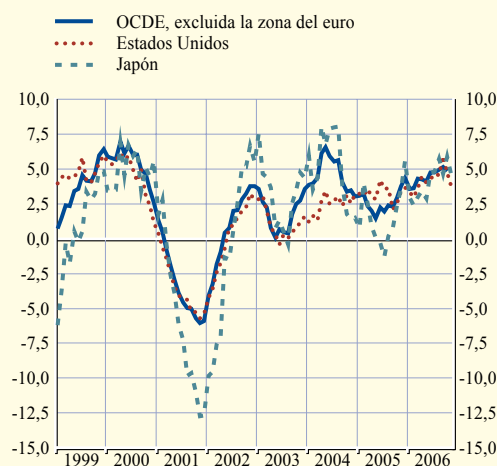
ESTADOS UNIDOS

En el cuarto trimestre del 2006, el ritmo de la actividad económica se fortaleció en Estados Unidos. Según estimaciones preliminares, en dicho trimestre el PIB real creció un 3,5% en tasa intertrimestral anualizada (frente al 2% registrado en el trimestre anterior). El mayor crecimiento del PIB real estuvo determinado, en gran medida, por la fuerte contribución del gasto en consumo personal. El gasto público y la demanda exterior neta, que reflejaron la sólida actividad exportadora y una caída de las importaciones, también contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB. Por el contrario, el ajuste de las existencias y una nueva y significativa caída de la inversión residencial atenuaron el crecimiento del producto. El crecimiento medio total del PIB real en el 2006 fue del 3,4%, frente al 3,2% y el 3,9% registrados en el 2005 y en el 2004, respectivamente.

Por lo que se refiere a los precios, los datos más recientes de la contabilidad nacional indican que, en el cuarto trimestre del 2006, el deflactor del gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la ener-

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

gía, creció a una tasa intertrimestral anualizada del 2,1%, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el trimestre anterior (2,2%).

El 31 de enero de 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

JAPÓN

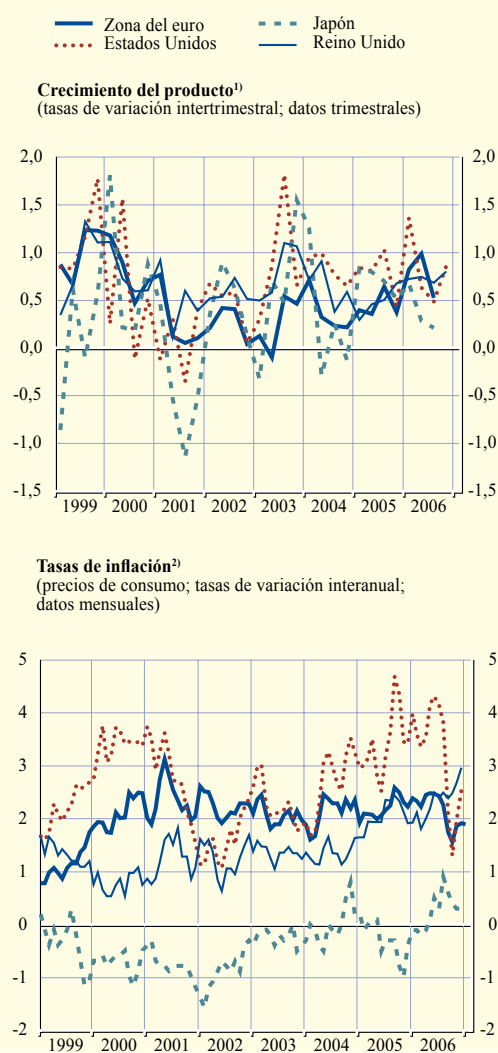
En Japón, la actividad económica ha seguido recuperándose de forma sostenida, mientras que la inflación continúa siendo moderada. El producto ha seguido aumentando, tanto en el sector manufacturero como en otros sectores, respaldado por la sólida demanda de exportaciones y los fuertes gastos de capital en el sector industrial. En diciembre, la producción industrial creció un 4,4% en tasa interanual, frente al 4,9% observado en noviembre. Por lo que respecta al sector servicios, el índice de actividad en el sector terciario también ha continuado creciendo, registrando un aumento interanual del 1,1% en noviembre, tras el 1,7% del mes anterior.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo moderada. En diciembre, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0,3%, sin variación respecto a noviembre. Además, el impacto de la caída de los precios del petróleo ha seguido materializándose a través de una nueva desaceleración de la inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos frescos y de la inflación medida por los precios industriales. En diciembre del 2006, la inflación interanual medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos frescos, bajó hasta el 0,1% desde el 0,2 registrado en noviembre, mientras que la inflación interanual, medida por los precios industriales se situó en el 2,5%, frente al 2,7% del mes anterior. En la reunión celebrada los días 17 y 18 de enero, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,25%, el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

El crecimiento económico en el Reino Unido ha sido vigoroso en los cinco últimos trimestres, situándose la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB al mismo nivel o por encima de la media a largo plazo del 0,7%. Según las estimaciones provisionales, el PIB real creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2006, ligeramente por encima de la tasa observada en los cuatro trimestres

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.

anteriores. El crecimiento total del PIB real en el 2006 fue del 2,7%. La solidez de las ventas del comercio al por menor en el cuarto trimestre, especialmente en diciembre, apuntan a un fortalecimiento del consumo de los hogares. Las encuestas de opinión sugieren que el ritmo de crecimiento de la inversión y las exportaciones sigue siendo sostenido.

La inflación interanual, medida por el IAPC, registró un fuerte incremento, desde el 2,7% en noviembre hasta el 3% en diciembre del 2006, como consecuencia, principalmente, de la subida de los precios del transporte (que refleja el aumento del impuesto sobre los hidrocarburos) y también del mobiliario, los artículos del hogar y las actividades de ocio y cultura. El aumento de los salarios medios, excluidos los componentes salariales variables, se mantuvo prácticamente estable con respecto a los meses anteriores, situándose en un 3,7% en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2006.

El 8 de febrero de 2007, el Comité de Operaciones de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5,25%, el tipo de interés oficial con el que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el tercer trimestre del 2006. En casi todos ellos, el crecimiento del PIB continuó estando determinado por la demanda interna, aunque, en algunos países, la contribución de las exportaciones fue también un factor importante. En general, las perspectivas de crecimiento económico siguen siendo favorables. La Inflación interanual, medida por el IAPC, se incrementó en diciembre en la mayoría de los países, debido principalmente a un aumento de los precios de la energía.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se moderó en el tercer trimestre del 2006 en comparación con el trimestre anterior, situándose en el 0,7% y el 0,1%, respectivamente. En ambos países, la actividad económica siguió estando respaldada por la demanda interna y, en el caso de Suecia, también por la demanda exterior neta. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo ligeramente en diciembre en comparación con el mes anterior, hasta el 1,7% en Dinamarca y hasta el 1,4% en Suecia.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), el crecimiento intertrimestral del producto siguió siendo sólido en el tercer trimestre del 2006, respaldado por la demanda interna en la República Checa, Polonia y Rumanía, y por la demanda exterior en Hungría. La inflación interanual, medida por el IAPC aumentó en los cuatro países en diciembre hasta el 1,5%, el 6,6%, el 1,4% y el 4,9%, respectivamente. Si se excluye el componente energético, se observa un fuerte repunte en la República Checa, pero los valores se mantienen estables en Hungría y Polonia y se registra una desaceleración en Rumanía. En los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica ha continuado siendo vigorosa, especialmente en Eslovaquia y los Estados bálticos, y la inflación medida por el IAPC se ha incrementado de nuevo en diciembre debido, principalmente, a un aumento del componente energético.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la expansión de la actividad continuó a un ritmo relativamente rápido en el cuarto trimestre del 2006, respaldada por una combinación de sólidas exportaciones y crecimiento sostenido de la demanda interna. En algunos países, también se observó claramente un repunte de la inflación medida por el IPC en diciembre, aunque las presiones inflacionistas han seguido siendo, en general, moderadas en toda la región.

China ha seguido registrando un crecimiento sostenido en los últimos meses del 2006. En comparación con el trimestre anterior, el crecimiento del PIB real se mantuvo prácticamente estable en el 10,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del año. Concretamente, la solidez de las exportaciones y del consumo privado se conjugó con una cierta moderación de la inversión, en parte como resultado de las políticas más restrictivas aplicadas por las autoridades en el segundo semestre del 2006. El crecimiento de las exportaciones se reflejó en un aumento del superávit comercial, que ascendió a 177 mm de dólares estadounidenses en el 2006, frente a los 102 mm de dólares registrados en el 2005. La inflación interanual, medida por el IPC, se incrementó hasta el 2,8% en diciembre desde el 1,9% de noviembre, principalmente como resultado de una subida de los precios de los alimentos. Dada la holgada situación de liquidez del sistema bancario, el Banco Central de la República Popular China decidió elevar, a partir del 15 de enero, las exigencias de reservas sobre los depósitos en 50 puntos básicos, hasta el 9,5%.

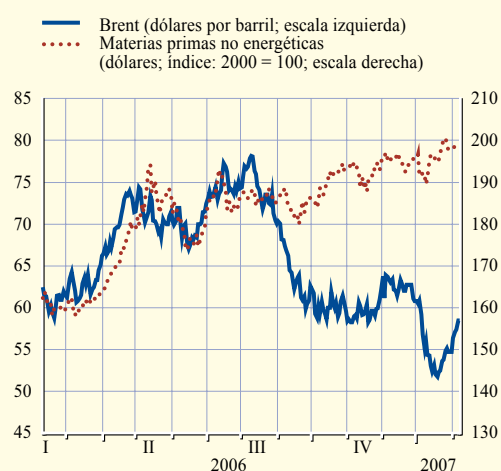
AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica sigue siendo dinámica. En Brasil, la actividad industrial ha continuado recuperándose tras la atonía observada en el tercer trimestre del 2006 y, en noviembre, la producción creció un 4,2%, en tasa interanual. Las presiones inflacionistas han seguido siendo moderadas, situándose la inflación interanual en el 3,1% en diciembre del 2006. El Banco Central do Brasil suavizó aún más la política monetaria en su reunión de finales de enero del 2007, recortando el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 13%. En México, la producción industrial creció a una tasa interanual del 4,8% en noviembre, mientras que la inflación se situó en el 4,1% en diciembre. En Argentina, la actividad siguió siendo dinámica, con una expansión de la producción industrial del 9% en tasa interanual en diciembre del 2006. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas, registrándose una tasa de inflación del 9,8% en el mismo período.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo experimentaron una fuerte caída a principios del 2007, situándose en el nivel más bajo observado desde mediados del 2005. Las suaves temperaturas con que se inició el invierno en la mayoría de las regiones del hemisferio norte —y su impacto moderador sobre la demanda de petróleo para calefacción— fue uno de los factores clave de esta caída. Los posteriores aumentos de las existencias de productos en Estados Unidos y las informaciones sobre el limitado cumplimiento, por parte de los productores de la OPEP, del reciente acuerdo para recortar la oferta de crudo, ejercieron presiones adicionales a la baja. Sin embargo, tras la bajada de las temperaturas y la decisión de Estados Unidos de duplicar el tamaño de su reserva estratégica de petróleo en los próximos 20 años, los precios subieron hacia finales de enero y principios de febrero. El 7 de febrero, el precio del barril de Brent se situaba en 58,7 dólares estadounidenses, aproximadamente un 25% por debajo del anterior máximo observado en agosto. De cara al futuro, el vigor previsto de la demanda y la persistente limitación de la capacidad exce-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

dente probablemente mantendrán los precios del petróleo en niveles relativamente elevados. Sobre la base de la información obtenida de los contratos de futuros, los participantes en los mercados esperan actualmente que los precios aumenten a lo largo del 2007 y que se mantengan en niveles altos a medio plazo. No obstante, los precios del petróleo siguen siendo bastante sensibles a las perturbaciones imprevistas del equilibrio entre oferta y demanda y a la evolución de la situación geopolítica.

Pese a algunas correcciones experimentadas a principios del año, los precios de las materias primas no energéticas repuntaron a mediados de enero alcanzando un nuevo máximo hacia finales de mes. El origen de esta subida hay que buscarlo, principalmente, en un incremento de los precios de las materias primas agrícolas. El índice agregado de los precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situó en enero aproximadamente un 24% por encima del nivel registrado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente al conjunto de los países que integran esta organización, se mantuvo estable en noviembre del 2006 por tercer mes consecutivo, lo que indica que la desaceleración económica a nivel mundial podría seguir siendo relativamente limitada.

Los riesgos para las perspectivas mundiales tienen relación con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de una nueva subida de los precios del petróleo y con la preocupación ante una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En diciembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 9,7%, la tasa más alta registrada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Al igual que en noviembre, el mayor crecimiento de M3 en diciembre fue consecuencia de unos flujos de entrada muy elevados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que, en ocasiones, puede ser volátil. No obstante, la tasa subyacente de expansión monetaria siguió siendo vigorosa, debido a los reducidos tipos de interés de la zona del euro y a la actual fortaleza de la actividad económica. Al mismo tiempo, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE parecen haber empezado a influir en la evolución monetaria moderando el crecimiento del crédito al sector privado. En general, la intensa dinámica monetaria y del crédito apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En diciembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 9,7% desde el 9,3% del mes anterior. Esta ha sido la tasa interanual más elevada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada también aumentó en diciembre, hasta el 9,9%, frente al 9,6% del mes anterior (véase gráfico 4). La renovada fortaleza de la evolución monetaria es consecuencia de una pronunciada tasa de crecimiento intermensual, del 0,8% en diciembre, similar a la observada en el mes precedente.

Visto desde el lado de las contrapartidas, el fortalecimiento del crecimiento interanual de M3 en diciembre fue consecuencia, principalmente, de la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, al igual que en noviembre. Esta contrapartida puede mostrar una considerable volatilidad a corto plazo, especialmente en momentos de cambio del clima acerca del tipo de cambio nominal de la zona del euro, como fue el caso a finales del 2006, y su comportamiento resulta difícil de evaluar en cuanto a las consecuencias para la evolución monetaria subyacente y a las perspectivas de estabilidad de precios. Además, al interpretar la evolución monetaria al final del año suele estar justificada cierta cautela, ya que puede verse afectada por factores tales como consideraciones contables, que no se capturan en su totalidad mediante el ajuste estacional.

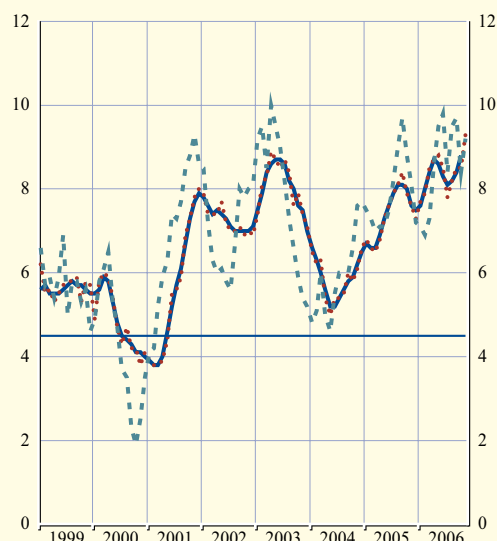
En las estadísticas monetarias de la zona del euro correspondientes a enero del 2007 se incluye a Eslovenia (véase el recuadro 1, titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias»).

Si los datos más recientes se consideran desde una perspectiva a medio plazo, la evolución de M3 no

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

ha mostrado señales de un cambio de sentido de la tendencia al alza de la tasa subyacente de crecimiento monetario observada desde mediados del 2004. La intensa expansión monetaria subyacente tiene su origen en los reducidos tipos de interés de la zona del euro y en la actual fortaleza de la actividad económica. En un entorno caracterizado por un diferencial relativamente bajo entre el rendimiento de los activos financieros a largo plazo y el de los activos monetarios, los incrementos de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 han dado lugar a la sustitución entre distintas categorías de depósitos incluidos en M3, pero no han reducido el crecimiento de este agregado monetario.

En general, el persistente e intenso crecimiento monetario y del crédito se tradujo en un nuevo aumento de la ya abundante liquidez. Esto apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

Recuadro I

REPERCUSIONES DE LA INCORPORACIÓN DE ESLOVENIA A LA ZONA DEL EURO EN LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS

El 1 de enero de 2007, Eslovenia adoptó el euro, ampliando así el número de países de la zona del euro de 12 a 13. Como se anunció en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual de enero del 2007, las series de la zona del euro correspondientes a los tipos de interés, al IAPC y a las estadísticas monetarias incluyen los Estados miembros que ya habían adoptado el euro en el momento al que se refieren dichas estadísticas. Este tratamiento difiere del aplicado a otras estadísticas, como las de contabilidad nacional, que se referirán al Euro 13 (es decir, la zona del euro más Eslovenia) en caso de todas las series temporales que aparecen habitualmente en los gráficos y cuadros del Boletín Mensual.

En cuanto a las estadísticas monetarias, los datos de Eslovenia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro correspondientes a finales de enero del 2007, que se darán a conocer el 27 de febrero y se publicarán en el Boletín Mensual de marzo del 2007. Esta inclusión no sólo reflejará la agregación de las posiciones de los balances de las instituciones financieras monetarias (IFM) eslovenas a los de las instituciones de la zona del euro, con la composición anterior, sino también el ajuste de las tenencias transfronterizas de los residentes en la zona del euro en las IFM de los 13 países pertenecientes a la zona del euro. En este contexto, en este recuadro se explica la metodología adoptada para la compleja integración de las IFM eslovenas en las estadísticas de los balances de las IFM de la zona del euro y se ponen de relieve algunas regularidades empíricas sobre las IFM residentes en Eslovenia.

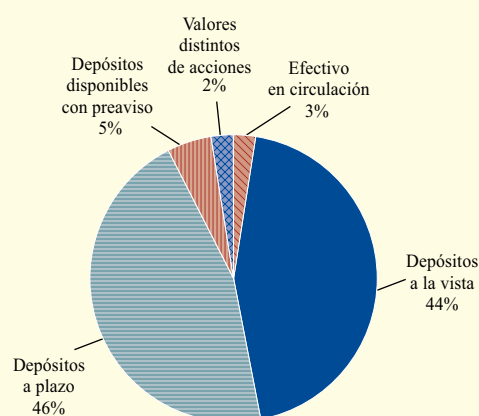
Características más relevantes del sector IFM de Eslovenia

A finales de diciembre de 2006, en Eslovenia existían un total de 30 IFM, que incluían 27 entidades de crédito, dos fondos del mercado monetario y la Banka Slovenije, frente a un total de 7.616 IFM residentes en la zona del euro (excluida Eslovenia), con 6.130 entidades de crédito, 1.470 fondos del mercado monetario, 12 BCN y el BCE¹. El balance de las IFM residentes en Eslovenia ascendía a 41 mm de euros a finales de diciembre del 2006, frente a los 27.547 mm de euros para el total de la zona.

1 Para una panorámica de la evolución del sector IFM en la UE, véase, por ejemplo, <http://www.ecb.int/stats/money/mfi/statrep/html/index.en.html>

Gráfico A Composición de M3 en Eslovenia

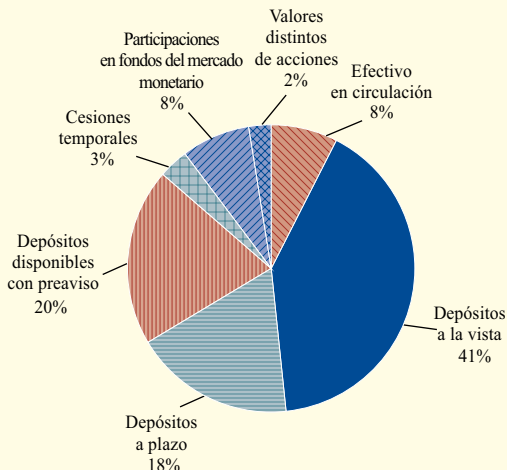
(en porcentaje de M3 en diciembre del 2006)



Fuente: Estadísticas del BCE.

Gráfico B Composición de M3 en la zona del euro

(en porcentaje de M3 en diciembre del 2006)



Fuente: Estadísticas del BCE.

Según los cálculos del BCE, la contribución de Eslovenia al M3 de la zona del euro en diciembre del 2006 hubiera sido de 16 mm de euros de los 7.770 mm de euros a que asciende el M3 total para la zona del euro. En cuanto a la composición del M3 de Eslovenia, los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a corto plazo) desempeñan un papel destacado, representando conjuntamente el 90% del total en diciembre del 2006, frente al 59% en el caso de la zona del euro. Los porcentajes del efectivo en circulación y de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) fueron del 3% y del 5%, respectivamente. Esta composición difiere de la del M3 de la zona del euro, especialmente porque el porcentaje de los depósitos a corto plazo es mucho mayor y el de los depósitos de ahorro a corto plazo mucho menor (véase gráfico B). El porcentaje de tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo de IFM en Eslovenia es similar al de la zona del euro. Las cesiones temporales y las participaciones en fondos del mercado monetario, que representaban conjuntamente más del 10% de M3 en diciembre del 2006, tiene una importancia muy limitada en Eslovenia, alcanzando sólo 8 millones de euros en el mismo mes.

El tratamiento de la ampliación de la zona del euro en las estadísticas de los balance de las IFM

Las estadísticas de los balances de las IFM de la zona del euro para el período transcurrido desde 1999 se refieren a los Estados miembros que ya habían introducido el euro en el mes de referencia. Los datos de saldos vivos correspondientes a los períodos transcurridos hasta diciembre del 2000, incluyendo este mes, abarcan, por lo tanto, una zona del euro de 11 países, mientras que los datos desde enero del 2001 hasta diciembre del 2006, incluyendo este mes, se refieren a 12 países (los 11 países iniciales más Grecia), y los datos posteriores a enero del 2007 cubrirán la zona del euro ampliada de 13 países (12 países más Eslovenia).

La integración de Eslovenia en las estadísticas monetarias de la zona del euro tiene una serie de consecuencias:

En primer lugar, a partir de enero del 2007, las IFM residentes en Eslovenia comunican el mismo conjunto de estadísticas de balances que cualquier otra IFM de la zona del euro, y todas las posiciones se registran en euros. En segundo lugar, a partir del período de referencia de enero del 2007, todos los agentes informantes de los 12 países que componían anteriormente la zona del euro tratan las posiciones frente a los residentes en Eslovenia como parte de las «posiciones frente a otros Estados miembros de la Unión Monetaria». En tercer lugar, para evaluar el efecto de la ampliación de enero del 2007, Eslovenia también declara datos de saldos para diciembre del 2006, mientras que los otros 12 países de la zona comunican los ajustes introducidos en las variaciones de los saldos nacionales como consecuencia de la inclusión de Eslovenia como parte de la «posición frente a otros Estados miembros de la Unión Monetaria» a partir de enero del 2007. Los flujos de la zona del euro en enero del 2007 frente a los registrados en diciembre del 2006 se calcularán, entonces, como la diferencia de los saldos respectivos, ajustados por el tipo de cambio y otras revalorizaciones y reclasificaciones, incluido el efecto neto de la ampliación de la zona del euro.

Así pues, en enero del 2007 los datos de saldos de las estadísticas monetarias tendrán una ruptura por la ampliación de la zona del euro. Por el contrario, los datos de flujos se han corregido para tener en cuenta esta ruptura. Por lo tanto, los índices de saldos nacionales, como se derivan de sus respectivos flujos, no se verán afectados por una ruptura². Esto también sucede con las tasas de crecimiento, que se obtienen a partir de estos índices y no de los saldos vivos³.

En resumen, dada la magnitud de la contribución de Eslovenia al M3 de la zona del euro, se puede suponer, si temor a equivocarse, que la integración de Eslovenia en enero del 2007 no afectará significativamente a la dinámica del M3 de la zona del euro.

2 El índice correspondiente a los datos de la zona del euro para finales de enero del 2007 se obtiene multiplicando el índice de finales de diciembre del 2006 por la tasa mensual de variación entre finales de diciembre del 2006 y finales de enero del 2007. Esta última se obtiene utilizando los flujos mensuales comprendidos entre finales de diciembre del 2006 y finales de enero del 2007 (como se describe en el texto) y el saldo vivo de diciembre del 2006 que se refiere a la zona del euro, que ya incluye Eslovenia.

3 Para más detalles, véanse la sección titulada «Notas técnicas» del Boletín Mensual.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre se debió a un mayor crecimiento interanual de los depósitos a la vista, mientras que el correspondiente a otros depósitos a corto plazo (M2-M1) no se modificó, y el de los instrumentos negociables (M3-M2) experimentó un descenso (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se elevó hasta el 7,5%, desde el 6,6% de noviembre, como consecuencia de la aceleración del crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos siguió siendo inferior a la de otros depósitos a corto plazo o a la de los instrumentos negociables. En este contexto, sería prematuro concluir, tomando como base los datos de un mes, que ha cesado la sustitución de depósitos muy líquidos por otros depósitos y por instrumentos negociables a corto plazo y mejor remunerados, como se ha observado en el contexto de las subidas de los tipos de interés de mercado durante el 2006.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista no se modificó y fue del 11,8% en diciembre. Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en una tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) que prácticamente no varió, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2006 Nov	2006 Dic
M1	47,7	10,3	9,8	7,6	6,7	6,6	7,5
Efectivo en circulación	7,5	13,4	11,9	11,3	11,1	10,8	11,1
Depósitos a la vista	40,2	9,8	9,5	7,0	5,9	5,8	6,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,3	6,8	8,4	9,5	11,2	11,8	11,8
Depósitos a plazo hasta dos años	18,2	9,7	15,2	19,8	25,3	27,3	27,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	4,6	3,7	2,4	1,2	0,9	0,7
M2	86,0	8,6	9,1	8,4	8,7	8,9	9,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	3,3	5,7	6,4	11,0	12,4	11,5
M3	100,0	7,8	8,6	8,1	9,0	9,3	9,7
Crédito a residentes en la zona del euro		8,7	9,5	9,2	8,9	8,7	8,2
Crédito a las Administraciones Públicas		2,4	0,9	-0,9	-3,1	-3,8	-4,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,8	0,3	-0,6	-0,3	0,5	-1,7
Crédito al sector privado		10,4	11,8	11,9	11,9	11,9	11,5
Préstamos al sector privado		10,1	11,2	11,2	11,2	11,2	10,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,7	8,8	8,6	9,1	9,3	9,8

Fuente: BCE.

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

disponibles con preaviso hasta tres meses) siguió disminuyendo ligeramente. La continuada evolución divergente de los depósitos a corto plazo y de los depósitos de ahorro puede explicarse, en gran parte, por la ampliación de la brecha entre la remuneración de los depósitos a plazo, que ha aumentado de manera acorde, en general, con los tipos de interés del mercado monetario, y la de los depósitos de ahorro, que ha mostrado una reacción más limitada a la subida de los tipos de mercado.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se redujo hasta el 11,5% en diciembre, desde el 12,4% de noviembre. Esto oculta una considerable diversidad en la evolución de los distintos instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM se situó en torno al 50% en diciembre. Las elevadas tasas de crecimiento de este componente de M3 en el 2006 pueden estar relacionadas con el endurecimiento de la política monetaria, ya que este tipo de valores a tipo de interés variable permite que los inversores se beneficien de las subidas de los tipos. No obstante, los flujos mensuales de noviembre y diciembre fueron negativos y, en consecuencia, pueden generar cierta incertidumbre entre los inversores acerca de la senda futura de los tipos de interés. En el caso de las participaciones en fondos del mercado monetario, la tasa de crecimiento interanual descendió ligeramente en diciembre, como consecuencia, fundamentalmente, de un cambio de sentido de los considerables flujos mensuales de entrada observados en noviembre, aunque siguió siendo superior a la de meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (depósitos incluidos en M3), que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, registró un ascenso en diciembre. Este incremento se vio impulsado por la mayor contribución de las tenencias de las sociedades no financieras y, en menor medida, de los hogares. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios también aumentó ligeramente, como consecuencia de la acumulación de depósitos por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. No obstante, el incremento fue menos pronunciado que en el mes precedente, ya que la mayor parte del brusco aumento de la tasa de crecimiento de los depósitos incluidos en M3 tuvo su origen en otros intermediarios financieros no monetarios.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado descendió hasta el 10,7% en diciembre, desde el 11,2% de noviembre. La elevada demanda de préstamos se debe a la actual fortaleza de la actividad económica, y a unas condiciones de financiación en la zona del euro generalmente favorables. Al mismo tiempo, la evolución del conjunto de los préstamos observada en diciembre siguió ocultando una trayectoria sectorial divergente.

En diciembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo hasta el 8,2%, desde el 8,7% de noviembre. Aunque el endeudamiento de los hogares sigue siendo intenso, se estabilizó, y desde mediados del 2006 se ha moderado gradualmente (véase cuadro 2). El ritmo más contenido de endeudamiento de este sector se debe a la persistencia de la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda observada desde la primavera del 2006 (hasta el 9,5% en diciembre, desde el 12,2% de abril). Es probable que la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda sea atribuible a unos tipos de interés más elevados de estos préstamos, que, no obstante, siguen estando muy bajos en términos históricos, y a la moderación del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en algunas economías de la zona del euro en el 2006. En la encuesta sobre préstamos bancarios también se ha puesto de manifiesto una reducción de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2007»). La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también volvió a disminuir en diciembre, hasta el 7,8%.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras prácticamente no registró variaciones y fue del 13% en diciembre. Esta estabilización se debió a un marcado descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos hasta un año, mientras que la demanda de préstamos de medio a largo plazo siguió aumentando.

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

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2006 Nov	2006 Dic
Sociedades no financieras	42,0	9,2	11,0	11,9	13,0	13,1	13,0
Hasta un año	29,3	6,7	8,4	9,2	10,3	10,7	9,3
De uno a cinco años	18,5	11,5	15,8	19,0	20,5	20,8	21,2
Más de cinco años	52,2	10,0	11,0	11,2	12,0	12,0	12,4
Hogares²⁾	49,6	9,6	9,8	9,3	8,7	8,7	8,2
Crédito al consumo ³⁾	13,0	8,2	8,2	8,5	8,0	7,9	7,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	70,8	11,8	12,1	11,3	10,3	10,2	9,5
Otras finalidades	16,2	2,1	2,1	2,3	2,7	3,1	2,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	32,9	41,2	36,7	29,1	26,1	28,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,5	16,2	19,0	17,3	16,4	16,0	13,2

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

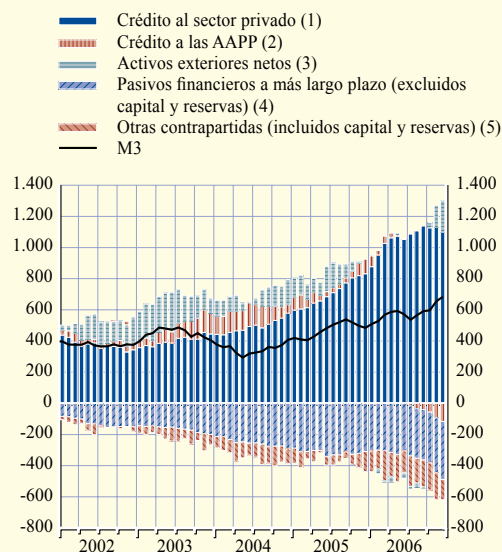
mes anterior. Esta disminución es atribuible a una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas y a una leve reducción del crecimiento del crédito concedido al sector privado, una reducción que tiene su origen, principalmente, en la moderación del crecimiento de los préstamos, mientras que la tasa de adquisición de valores emitidos por el sector privado por parte de las IFM prácticamente no se modificó y permaneció en un nivel elevado.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 9,8%, desde el 9,3% de noviembre. En un contexto de crecimiento algo más reducido del crédito al sector privado y ligeramente mejor para estos pasivos, el aumento del crecimiento interanual de M3 en diciembre se debió, fundamentalmente, a un nuevo y muy pronunciado incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, al igual que sucedió en noviembre. Los flujos mensuales de entrada en la citada posición ascendieron a 73 mm de euros en diciembre del 2006, tras registrar unas entradas récord de 87 mm de euros en noviembre. En el período de doce meses transcurrido hasta diciembre, el aumento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM fue de 203 mm de euros (frente a 140 mm de euros en noviembre). La última vez que se registraron unas entradas netas de capital tan cuantiosas, en términos interanuales, fue a mediados del 2003, es decir, al final de un período en el que la incertidumbre financiera internacional dio lugar a intensos flujos de entrada hacia el dinero (véase gráfico 5).

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés de la zona del euro y el fortalecimiento de la actividad económica continuaron siendo los principales factores impulsores de la acusada expansión monetaria de la zona. No obstante, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE parecen haber empezado a influir en la evolución monetaria moderando el crecimiento del crédito, en particular del concedido al sector privado. Al mismo tiempo, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre se debió a un nuevo y pronunciado incremento de las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Recuadro 2

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

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2007 realizada por el Eurosistema¹. Las entidades participantes en la encuesta indicaron que, en términos netos, los criterios de concesión del crédito a empresas no se habían modificado en el cuarto trimestre del 2006², una evolución acorde con el patrón de los dos trimestres precedentes. Al mismo tiempo, también señalaron una elevada demanda neta positiva³ de préstamos a este sector en el último trimestre, impulsada, de manera creciente, por factores relacionados con la mejora de la actividad económica, aunque todavía se respalda en las necesidades de financiación asociadas a las operaciones de fusión y adquisición. Para el primer trimestre del 2007 se espera un nuevo aumento de la demanda neta de préstamos a empresas.

En cuanto a los préstamos a hogares, las entidades participantes manifestaron que se había producido una leve relajación, en términos netos, de los criterios de concesión aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre del 2006. Esta evolución, que contrasta con unas condiciones que prácticamente no se modificaron en el trimestre anterior, se debe, en cierta medida, a una relajación de las presiones que propician el endurecimiento de las condiciones relacionadas con las perspectivas del mercado de la vivienda. Según la percepción de las entidades participantes en la encuesta, en ese mismo período, la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda fue negativa, y continuó con el descenso registrado el trimestre anterior, hasta alcanzar el nivel más bajo desde que se efectuó la primera encuesta sobre préstamos bancarios, en abril del 2003. Esta demanda neta fue negativa en todos los países grandes de la zona del euro, y se esperaba que continuara en el primer trimestre del 2007, durante el que las entidades participantes no prevén modificar, en su mayor parte, los criterios de aprobación de esta modalidad de préstamo.

En cuanto al crédito al consumo y otros préstamos a hogares, en el cuarto trimestre del 2006 se registró una relajación neta de los criterios de concesión, que fue de una magnitud similar a la de los dos trimestres precedentes, y se espera que continúe en el primer trimestre del 2007. La demanda neta de crédito al consumo se redujo del tercer al cuarto trimestre del 2006, pero siguió siendo positiva. También disminuyeron las expectativas relativas a la demanda neta en el primer trimestre del 2007.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre del 2006, las entidades participantes señalaron que los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas no habían variado, en términos netos (véase el panel a del gráfico A). Esta evolución es acorde con el hecho de que, en los dos trimestres anteriores, las entidades indicaron que los criterios no se habían modificado, y confirma que los citados criterios se mantuvieron estables durante la mayor parte del año 2006, tras la tendencia a la relajación predominante desde mediados del año 2004. Las entidades también esperaban que los criterios de concesión de los préstamos a empresas no registraran variaciones en el próximo trimestre.

1 El 9 de febrero de 2007 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2007, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto declarado fue del 0%. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

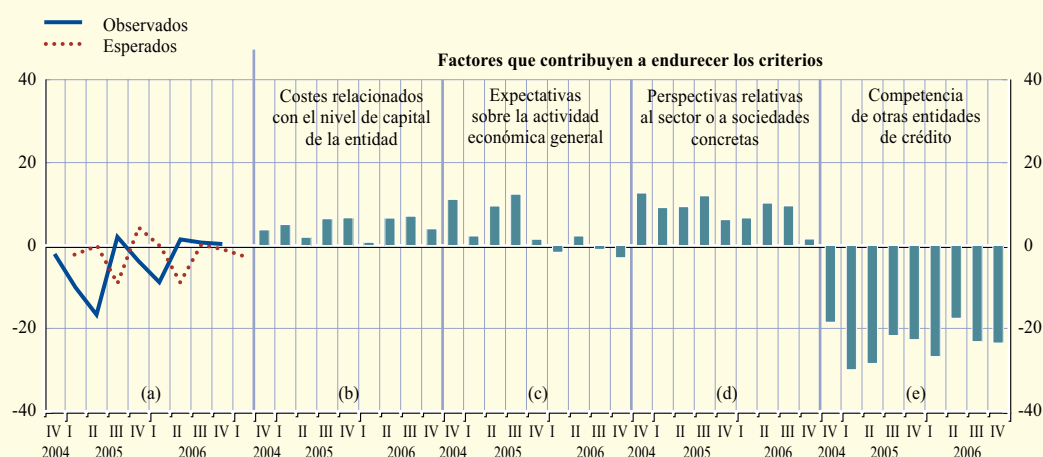
Si se analizan los factores determinantes de la evolución del crédito, las presiones de la competencia favorecieron una relajación de los criterios de aprobación, al igual que en trimestres anteriores (véase el panel e del gráfico A). Al mismo tiempo, las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas contribuyeron menos al endurecimiento de los criterios de concesión, mientras que las expectativas relativas a la actividad económica en general tuvieron un mayor efecto en la relajación de los citados criterios que en encuestas anteriores (véanse los paneles b y c del gráfico A). En cuanto al tamaño de los prestatarios, los criterios de aprobación aplicados a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas no se modificaron, en términos netos. En lo que se refiere al vencimiento, los mencionados criterios no registraron variaciones con respecto al trimestre anterior, tanto en lo que se refiere a los préstamos a corto plazo como a largo plazo.

Demanda de préstamos: Al igual que en las cinco encuestas anteriores, la demanda neta de préstamos a empresas continuó siendo muy intensa en el cuarto trimestre del 2006 (del 23% en la encuesta de enero, frente al 16% de la de octubre, véase el panel a del gráfico B). En el primer trimestre del 2007 se espera que la demanda neta de préstamos se incremente de nuevo. En cuanto a los factores determinantes de su crecimiento, la demanda neta de préstamos continúa siendo más elevada para las pequeñas y medianas empresas (el 25%) que para las grandes empresas (el 14%), y se sitúa en un nivel similar al del trimestre precedente en ambos tipos de empresas.

Según las entidades participantes en la encuesta, las necesidades de financiación estrechamente relacionadas con el nivel de actividad económica —existencias, capital circulante e inversiones en capital fijo— han pasado a ser el principal factor que ha contribuido a la demanda neta positiva de préstamos (véase el panel b del gráfico B). Esto constituye la continuación de una tendencia que comenzó en el

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

(en porcentaje neto)



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

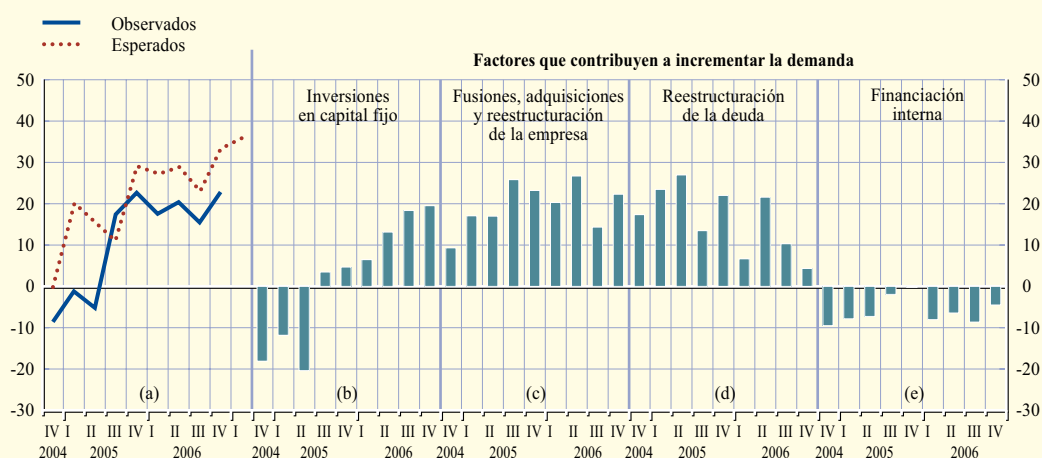
tercer trimestre del 2005. También señalaron que las necesidades de financiación de las operaciones de fusión y adquisición fueron un destacado factor determinante de la intensa demanda, cuya importancia aumentó después de disminuir en el trimestre precedente (véase el panel c del gráfico B). La reestructuración de la deuda siguió contribuyendo a la demanda neta de préstamos, pero su importancia se redujo en comparación con encuestas anteriores (véase el panel d del gráfico B). Por otra parte, los elevados beneficios del sector empresas constituyeron una fuente de financiación interna que ayudó a moderar la evolución de la demanda neta de préstamos y líneas de crédito (véase el panel e del gráfico B).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en el cuarto trimestre del 2006, los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado ligeramente, en consonancia con la evolución de los dos años y medio últimos, que muestran una tendencia hacia una leve relajación de los criterios (véase el panel a del gráfico C). Las entidades no esperan que se produzcan cambios en los criterios de aprobación en el primer trimestre del 2007. Al igual que en trimestres anteriores, la competencia de otras entidades fue el principal factor determinante de la relajación de los criterios de concesión (véase el panel d del gráfico C). Las perspectivas del mercado de la vivienda contribuyeron menos al endurecimiento de los criterios de aprobación que en el tercer trimestre (véase el panel c del gráfico C). En cuanto a las condiciones de los préstamos para adquisición de vivienda, es posible que las entidades prestaran más atención a los riesgos en el cuarto trimestre, indicando, a diferencia de trimestres anteriores, que la caída de la relación entre el principal y el valor de la garantía contribuyó a un endurecimiento neto de los criterios.

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

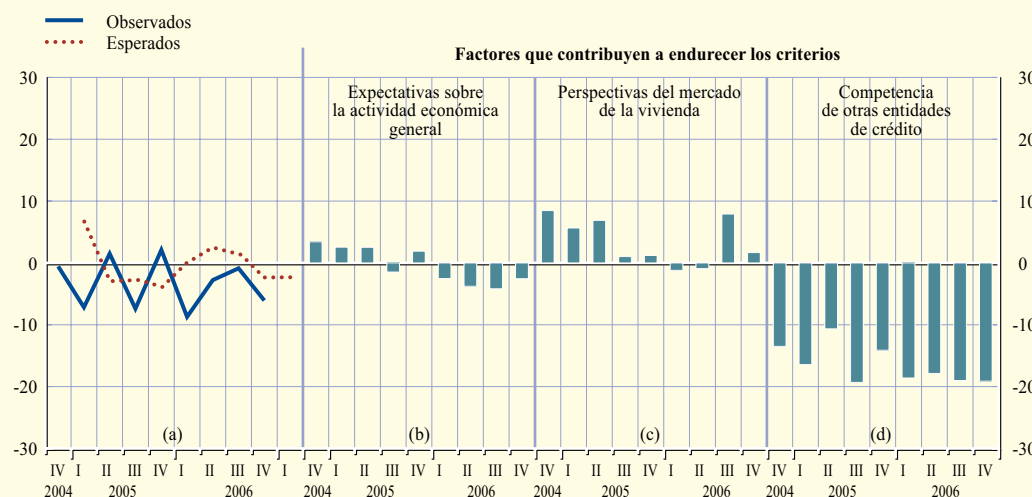
(en porcentaje neto)



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

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

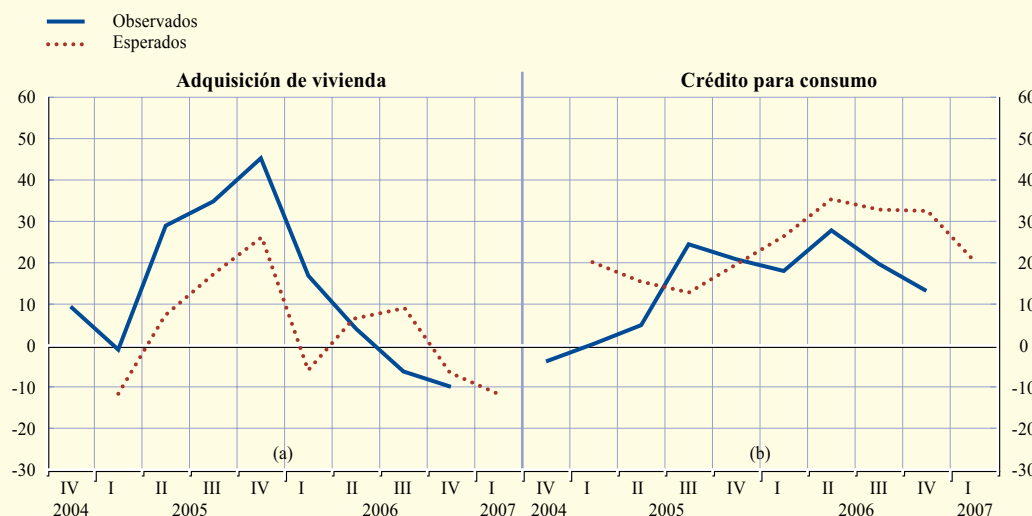
(en porcentaje neto)



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

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

(en porcentaje neto)



Nota: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2007 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2007.

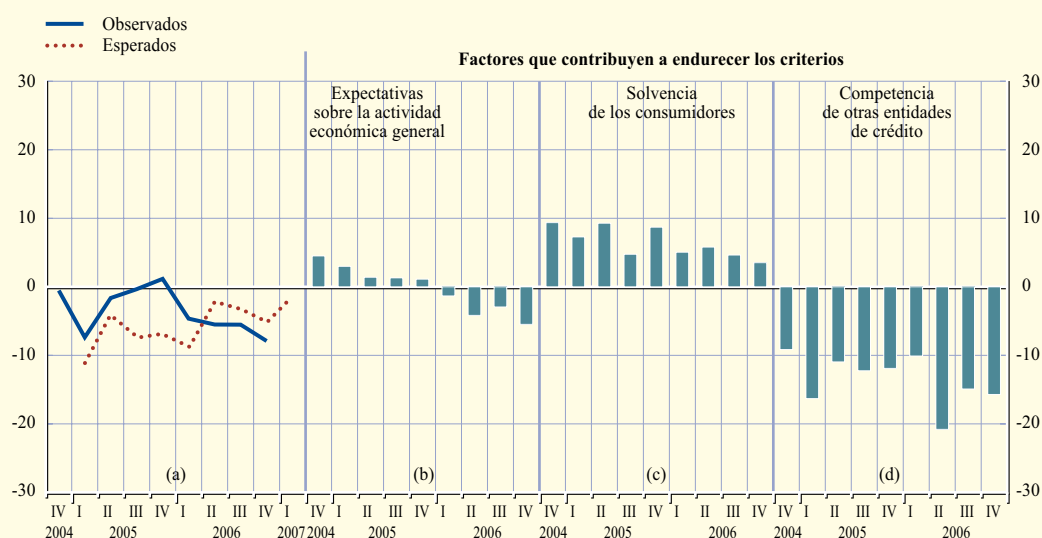
Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó con la tendencia a la baja iniciada a principios del 2006 (pasando del -6% en la encuesta de octubre del 2006 al -10% en la encuesta de enero del 2007). Esta tendencia a la baja de la demanda neta la han señalado las entidades participantes en la encuesta de todos los países grandes de la zona del euro. Para el primer trimestre del 2007, se espera una nueva reducción de la demanda neta, con expectativas de que se sitúe en el -12% (véase el panel a del gráfico D). Un leve deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, así como el aumento del gasto de consumo no relacionado con la adquisición de vivienda, contribuyeron a la disminución de la demanda neta de préstamos. Por otra parte, la confianza de los consumidores favoreció el incremento de la demanda neta de préstamos.

Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

Criterios de aprobación del crédito: Los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares continuaron relajándose en el cuarto trimestre del 2006, si bien se espera que esa relajación sea menor en el primer trimestre del 2007 (véase el panel a del gráfico E). Entre los factores que impulsaron la relajación neta de los criterios de aprobación del crédito estuvieron las presiones de la competencia de otras entidades de crédito y de entidades no bancarias, así como las favorables expectativas sobre la actividad económica en general (véanse los paneles b a d del gráfico E). Al mismo tiempo, la preocupación acerca de la solvencia de los consumidores pareció contribuir menos al endurecimiento de los criterios de concesión que en encuestas anteriores (véase

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

(en porcentaje neto)



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

el panel c del gráfico E). En cuanto a las condiciones de concesión, en comparación con trimestres precedentes, la relajación de los criterios observada en el cuarto trimestre del 2006 se llevó a cabo, en menor medida, a través de una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios.

Demanda de préstamos: Las entidades participantes en la encuesta indicaron que, en el último trimestre del 2006, la demanda neta de crédito al consumo fue positiva, aunque descendió ligeramente, hasta el 13%, desde el 20% del tercer trimestre, (véase el panel b del gráfico D). Los principales factores que contribuyeron a esta demanda neta positiva fueron la confianza de los consumidores y el gasto en bienes de consumo duradero, aunque el menor efecto de este último factor fue, al igual que en el tercer trimestre, la causa de la disminución de la demanda neta.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En noviembre del 2006, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro continuó siendo intenso. Esta evolución fue resultado del persistente y elevado crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM y de las instituciones financieras no monetarias, así como de un repunte de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. La emisión de acciones cotizadas siguió siendo relativamente moderada.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en noviembre del 2006, hasta el 8,3%, desde el 8% de octubre (véase cuadro 3). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a tipo de interés variable continuó situándose considerablemente por encima de la de los valores distintos de acciones a tipo de interés fijo, una tendencia que comenzó en agosto del 2003. En consecuencia, el porcentaje de emisiones a tipo de interés variable en la emisión neta de valores distintos de acciones ha aumentado lige-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Nov	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Oct	2006 Nov
Valores distintos de acciones:	11.111	7,5	7,4	7,4	7,1	8,0	8,3
IFM	4.555	9,2	8,9	9,2	8,4	9,7	10,1
Instituciones financieras no monetarias	1.138	21,5	25,6	26,6	26,8	29,9	30,4
Sociedades no financieras	646	3,5	3,2	3,5	4,3	4,1	5,3
Administraciones Públicas	4.772	4,3	3,7	3,0	2,8	3,0	2,9
De las cuales:							
Administración Central	4.469	3,9	3,2	2,5	2,2	2,6	2,5
Otras Administraciones Públicas	304	12,3	11,8	11,4	11,6	9,3	8,6
Acciones cotizadas:	5.911	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	0,9
IFM	1.024	2,2	1,2	1,5	1,8	2,0	2,0
Instituciones financieras no monetarias	603	3,2	3,5	2,2	1,5	1,0	1,0
Sociedades no financieras	4.284	0,7	0,9	0,9	1,1	0,9	0,7

Fuente: BCE.

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

ramente en los últimos meses. Esta evolución parece sugerir que los emisores están aprovechando la elevada demanda de valores a tipo de interés variable resultante del relativamente reducido diferencial de rendimientos entre los valores a corto plazo y a largo plazo. En cuanto a la estructura de plazos de las emisiones, las tasas de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones, tanto a corto como a largo plazo, se incrementaron en noviembre del 2006, hasta el 7,1% y el 8,4%, respectivamente.

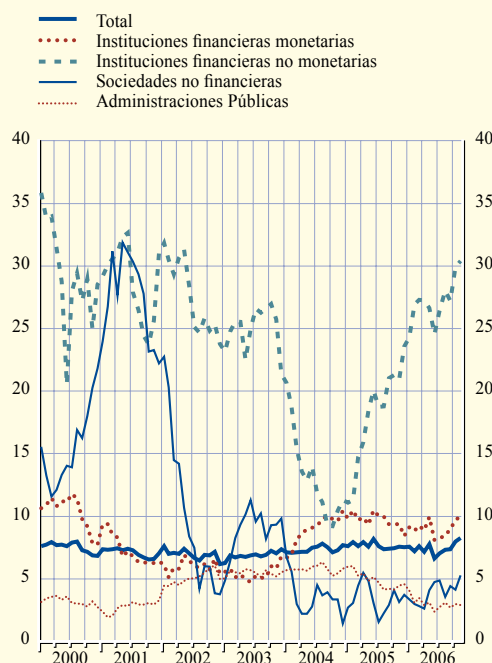
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continuó siendo relativamente moderada, en comparación con las tasas de crecimiento de este tipo de valores emitidos por las IFM y por las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo, en los últimos meses, la tasa de crecimiento se ha elevado ligeramente, hasta alcanzar el 5,3% en noviembre, un nivel que no se había observado desde abril del 2005 (véase gráfico 6). Los datos de los últimos trimestres apuntan a que las sociedades no financieras de la zona del euro están sustituyendo los préstamos de las IFM por los valores distintos de acciones como fuente de financiación externa. Esto parece deberse también al efecto de unas condiciones favorables de concesión del crédito bancario en los últimos meses (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2007»). En noviembre del 2006 se registró un considerable repunte de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo, que se tornó positiva y se situó en el 4,4%, tras haber sido negativa desde diciembre del 2005. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo sólo se elevó ligeramente, hasta el 5,4%, desde el 5% del mes precedente.

En noviembre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó de nuevo, hasta el 10,1%, desde el 9,7% de octubre, lo que apunta a que las entidades de crédito siguen captando fondos para satisfacer la considerable demanda derivada del intenso crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. El aumento general de las tasas de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones fue consecuencia del incremento de la tasa de crecimiento de este tipo de valores a largo plazo, que alcanzó el 9,2%.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se elevó hasta el 30,4% en noviembre. La emisión de valores distintos de acciones por este sector está indirectamente relacionada, en gran parte, con la emisión de los demás sectores, ya que las sociedades no financieras y las IFM captan financiación externa a través de las instituciones financieras no monetarias (es decir, de filiales financieras y de entidades de propósito especial). El elevado nivel de emisión de las instituciones financieras no monetarias también parece de-

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

berse a las operaciones relacionadas con la titulación y las operaciones de recompra con apalancamiento financiero, que fueron muy numerosas en el 2006¹.

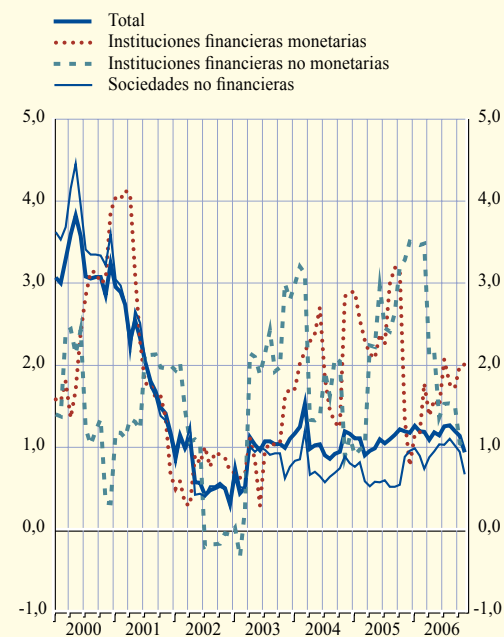
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se redujo ligeramente, hasta el 2,9%, en noviembre, desde el 3% de octubre. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central continuó en un nivel relativamente moderado, el 2,5% en noviembre, mientras que el crecimiento de las emisiones de otras Administraciones Públicas siguió siendo notablemente más acusado, a una tasa interanual del 8,6%.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro continuó siendo reducida en noviembre, del 0,9%, como consecuencia, fundamentalmente, de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que fue del 0,7% ese mes (véase gráfico 7). Las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM y las instituciones financieras no monetarias no se modificaron, y se situaron en el 2% y el 1%, respectivamente.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

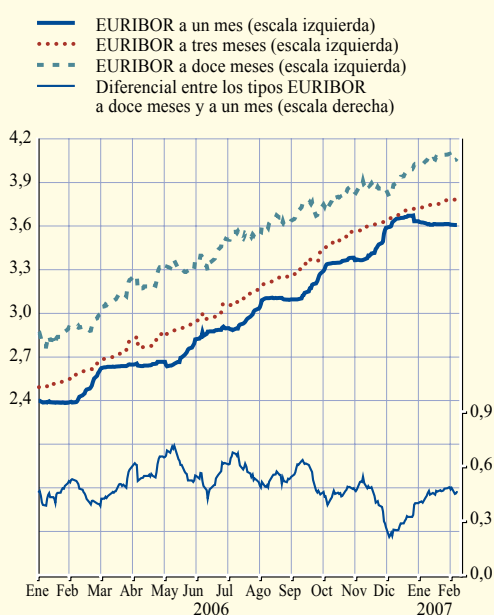
Entre finales de diciembre del 2006 y el 7 de febrero de 2007, los tipos de interés del mercado monetario a un mes descendieron levemente, mientras que los tipos correspondientes a más largo plazo se incrementaron ligeramente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó de nuevo durante el período de referencia.

En el período comprendido entre finales de diciembre del 2006 y el 7 de febrero de 2007, los tipos de interés del mercado monetario a un mes cayeron 3 puntos básicos, mientras que los tipos del mercado monetario a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron 7, 6 y 4 puntos básicos, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el período analizado. El 7 de febrero, los tipos del EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 3,61%, el 3,79%, el 3,92% y el 4,07%, respectivamente. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 39 puntos básicos, a finales de diciembre del 2006, a 46 puntos básicos el 7 de febrero de 2007 (véase gráfico 8).

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

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

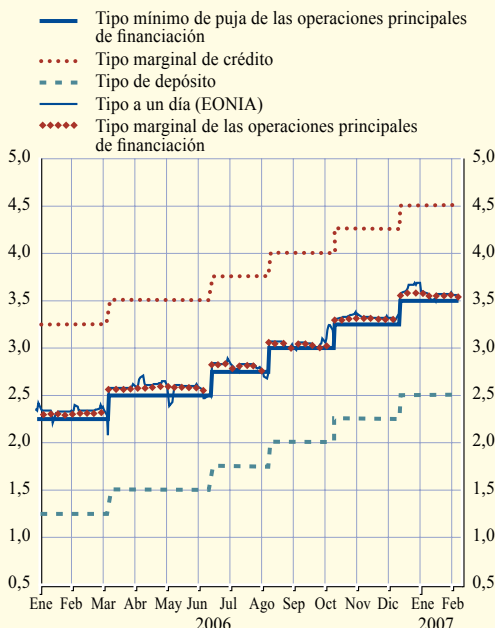
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

El 7 de febrero, los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2007 se situaron en el 3,91%, el 4,07% y el 4,12%, respectivamente, prácticamente sin variaciones con respecto a diciembre.

A principios del enero del 2007, el EONIA se situó en el 3,60%, lo que suponía un diferencial con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema ligeramente superior al observado antes de Navidad. Hacia el final del periodo de mantenimiento que finalizó el 16 de enero de 2007, el EONIA se situó en niveles más bajos, debido a la percepción de los participantes en el mercado de que la situación de liquidez era holgada. El 16 de enero, el EONIA cayó hasta el 3,50%. Desde el primer día del periodo de mantenimiento que finalizó el 13 de febrero, el EONIA se mantuvo prácticamente estable, en el 3,57%, aunque el 31 de enero se elevó hasta el 3,59%, como consecuencia de los efectos de fin de mes (véase gráfico 9). A principios de la última semana del periodo de mantenimiento, el EONIA descendió ligeramente, y el 7 de febrero se situó en el 3,53% (véase gráfico 9). Por lo tanto, excepto por el habitual impacto de fin de mes y por los efectos de fin del periodo de mantenimiento, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja permaneció prácticamente estable, en 7 puntos básicos.

Durante el periodo de mantenimiento que comenzó el 17 de enero, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvieron, en general, estables. Se proporcionó liquidez a un tipo marginal entre el 3,54% y el 3,56%, y a un tipo medio ponderado entre el 3,55% y el 3,56%. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 1 de febrero de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaban en el 3,72% y el 3,74%, respectivamente. Estos tipos de las subastas se situaban 6 y 4 puntos básicos, respectivamente, por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

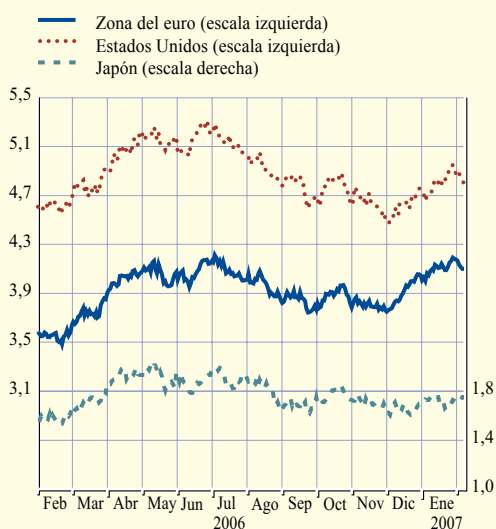
En enero y comienzos de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en los principales mercados. En la zona del euro, el incremento del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo fue determinado por la elevación de los tipos de interés reales, reflejo, probablemente, del mayor optimismo de los participantes en el mercado respecto del crecimiento económico futuro de la zona. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro, apenas registraron variaciones en el período de referencia.

Manteniendo la tendencia al alza iniciada a comienzos de diciembre del 2006, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos en el transcurso de enero (véase gráfico 10). En ambas áreas, el rendimiento de la deuda pública a diez años creció unos 5 puntos básicos entre finales de diciembre del año 2006 y el 7 de febrero de 2007, fecha en la que se situó en el 4,1% y el 4,8%, respectivamente. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro no experimentó cambios en el período considerado. En Japón también, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó ligeramente con respecto al nivel observado a finales de diciembre del 2006, situándose en torno al 1,8% el 7 de febrero. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, decreció ligeramente en los tres principales mercados. Los actuales niveles de volatilidad implícita parecen sugerir que han disminuido notablemente la percepción del riesgo y su valoración en los mercados internacionales de renta fija.

El aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo registrado en Estados Unidos puede estar relacionado, en cierta medida, con la publicación de datos más favorables de lo previsto sobre la actividad

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

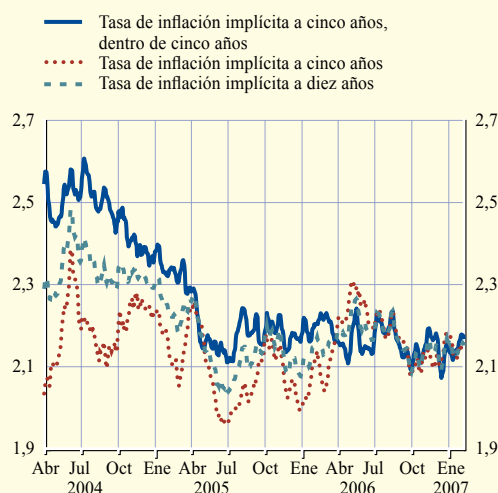


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 11 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

económica, como los relativos al incremento del empleo en el sector no agrícola, y con una inflación en los precios de consumo más alta de lo esperado. En este contexto, los tipos de interés reales a largo plazo, medidos por el rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015, se mantuvieron en general estables en el período examinado, mientras que la remuneración por la inflación esperada y las correspondientes primas de riesgo, medidas por las tasas de inflación implícitas a largo plazo, aumentaron ligeramente a principios del 2007. El 7 de febrero, la tasa de inflación implícita, calculada a partir de los bonos con vencimiento en el 2015, se situó alrededor del 2,4%, es decir, unos 5 puntos básicos por encima del nivel observado a finales del 2006. Tras la decisión de mantener el tipo de interés de los fondos federales en el 5,25%, adoptada el 31 de enero por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo disminuyó ligeramente, dado que los participantes en el mercado debieron deducir de la declaración del Comité que existía una menor probabilidad de mayor endurecimiento de la política monetaria estadounidense.

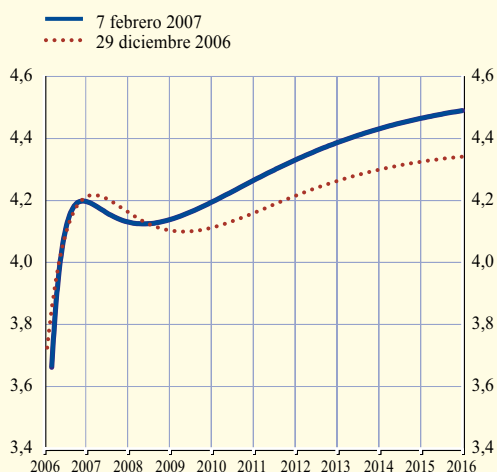
El incremento del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro fue consecuencia, principalmente, del aumento de los tipos de interés reales a largo plazo. En efecto, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015 creció unos 10 puntos básicos entre finales del año 2006 y el 7 de febrero de 2007. La elevación de los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro fue determinada, al menos en cierta medida, por la publicación de indicadores de clima económico y de cifras de producción industrial más favorables de lo previsto en algunos países.

Las tasas de inflación implícitas a largo plazo no registraron prácticamente cambios en el período considerado. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, permaneció en general estable, situándose en torno al 2,2% el 7 de febrero (véase gráfico 11). Por otra parte, las tasas de inflación implícitas a cinco y a diez años mostraron una marcada coincidencia en el período analizado, reflejo de la existencia de expectativas de inflación y de primas de riesgo de inflación bastante similares en estos horizontes temporales.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en los plazos medios a largos entre finales de diciembre del 2006 y comienzos de febrero del 2007 (véase gráfico 12). Probablemente, este desplazamiento puede atribuirse, en parte, a un mayor optimismo de los inversores respecto de las perspectivas económicas de la zona del euro. Sin embargo, dado que los tipos *forward* aumentaron de forma acusada en los plazos más largos, no puede descartarse que el repunte de las primas por plazo haya contribuido también a ese aumento.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

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

En noviembre del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se incrementaron, en general, en comparación con el mes precedente. En la mayor parte de los casos, estos aumentos fueron de la misma magnitud que los observados en los tipos equivalentes del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 13).

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta nov 2006 ²⁾		
	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Oct	2006 Nov	2006 Abr	2006 Jul	2006 Oct
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,14	2,36	2,56	2,87	3,03	3,10	70	41	7
A plazo a más de dos años	2,18	2,43	2,57	2,68	2,84	2,83	36	4	-1
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,97	1,98	2,03	2,26	2,29	2,29	29	21	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,30	2,37	2,52	2,68	2,74	2,80	38	23	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	1,03	1,15	1,23	1,36	1,45	1,49	33	24	4
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,26	2,48	2,70	2,98	3,19	3,25	73	47	6
A plazo a más de dos años									
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,73	6,77	7,15	7,89	7,63	7,62	47	30	-1
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,48	3,74	4,02	4,31	4,42	4,49	67	38	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,03	4,23	4,51	4,63	4,59	4,58	23	3	-1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,14	5,30	5,46	5,69	5,76	5,82	41	30	6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,99	4,23	4,47	4,74	4,91	5,00	66	42	9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,10	4,19	4,40	4,59	4,60	4,65	46	20	5
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,24	3,50	3,74	4,02	4,22	4,30	79	46	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,98	4,22	4,26	4,48	4,47	4,57	35	9	10
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,47	2,72	2,99	3,34	3,50	3,60	81	50	10
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,80	3,22	3,47	3,62	3,69	3,71	34	13	2
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,07	3,47	3,78	3,70	3,77	3,73	2	-11	-4

Fuente: BCE.

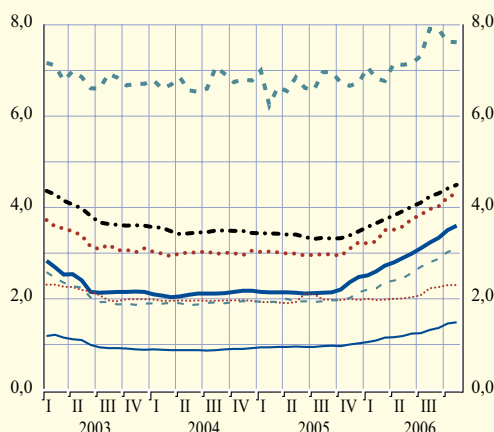
1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel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

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

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

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



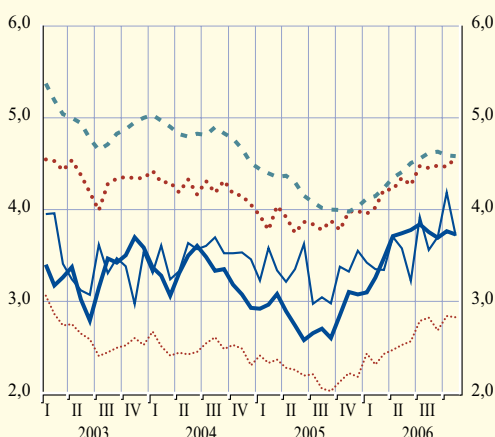
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se han elevado en los últimos trimestres de manera acorde con los tipos de interés del mercado monetario, que llevan aumentando desde septiembre del 2005. Cuando se inició esta tendencia al alza, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las citadas instituciones se incrementaron algo menos que sus equivalentes del mercado monetario. No obstante, durante los últimos meses, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito han tendido a alcanzar a los tipos de interés de mercado, reflejando el desfase en la transmisión de anteriores subidas. El tipo de interés a tres meses del mercado monetario, por ejemplo, registró un ascenso de unos 146 puntos básicos en el período comprendido entre septiembre del 2005 y noviembre del 2006. En comparación, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos hasta un año de los hogares aumentaron 113 puntos básicos, aproximadamente. De igual modo, las subidas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras a tipo de interés variable y un periodo inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año fueron de 117 a 134 puntos básicos durante ese mismo período. Los tipos de interés aplicados por las entidades al crédito al consumo a corto plazo de los hogares sólo se han incrementado 66 puntos básicos desde septiembre del 2005, debido, posiblemente,

a la creciente competencia en este segmento de mercado. En noviembre, estos tipos se mantuvieron estables, en torno al 8%.

En noviembre del 2006, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares prácticamente no se modificaron (véanse cuadro 4 y gráfico 14). Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por estas instituciones a los depósitos a más de dos años de las sociedades no financieras se situaron en torno al 3,7%. Estos tipos han fluctuado considerablemente en los últimos meses, una evolución acorde con las variaciones de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

En el período comprendido hasta noviembre del 2006, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares permanecieron estables, en líneas generales. No obstante, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras se elevaron de 6 a 10 puntos básicos (véase gráfico 14).

Si se considera un período algo más prolongado, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos ha seguido aumentando desde septiembre del 2005, a pesar de la caída de los tipos de interés de mercado a los plazos más largos de la curva de rendimientos (esto es, a más de cinco años) registrada hasta noviembre del 2006. El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro se incrementó 113 puntos básicos entre septiembre del 2005 y noviembre del 2006. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años sólo se elevaron unos 58 puntos básicos durante ese período. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos de interés aplicados por las IFM registraron un ascenso de 59 a 69 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos. Los incrementos de los tipos de interés a largo plazo de los depósitos de los hogares entre septiembre del 2005 y noviembre del 2006, de unos 80 puntos básicos, todavía son inferiores a los aumentos correspondientes de los tipos de interés de mercado, lo que sugiere que todavía hay un desfase en la transmisión de los tipos de interés.

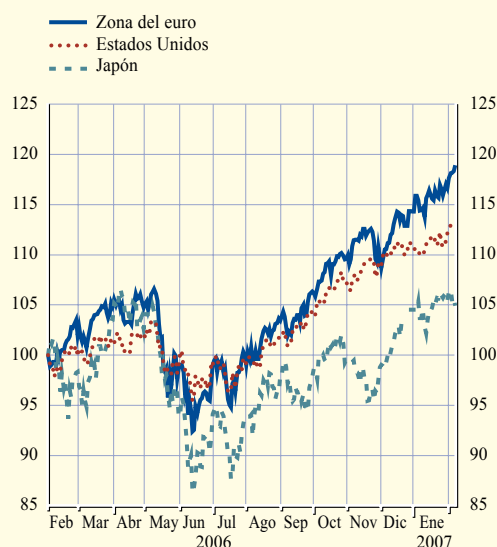
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en los principales mercados a comienzos del 2007. La pujanza que mostraron los mercados de renta variable de la zona del euro entre finales de diciembre del 2006 y principios de febrero del 2007 fue consecuencia, en general, de la publicación de indicadores de actividad económica más favorables de lo previsto, en un entorno de fuerte crecimiento de los beneficios empresariales. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo en niveles relativamente reducidos en los principales mercados.

Los índices bursátiles amplios siguieron subiendo en los principales mercados a comienzos del 2007 (véase gráfico 15). Las cotizaciones de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, se elevaron en torno a un 4% y un 2%, respectivamente, entre finales del año 2006 y el 7 de febrero de 2007. En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, permanecieron prácticamente estables durante el mismo período. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, experimentó escasos cambios en los principales mercados a principios del 2007. Así pues, la incertidumbre de los mercados internacionales de renta variable se mantuvo en niveles reducidos a comienzos de febrero del 2007 (véase gráfico 16).

Gráfico 15 Índices bursátiles

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

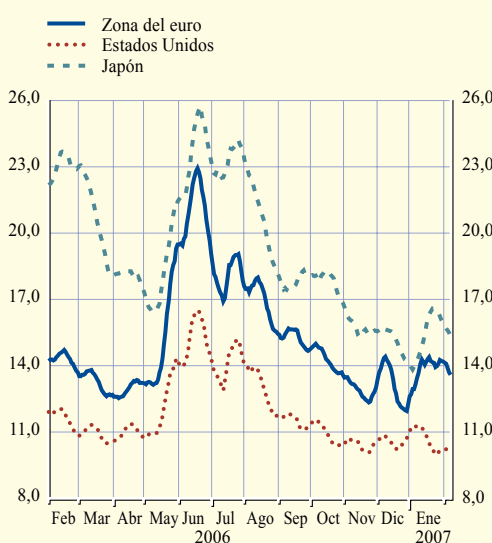


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

El moderado aumento de las cotizaciones observado en Estados Unidos fue debido, en general, a la publicación en enero de datos mejores de lo previsto, especialmente en relación con el empleo en el sector no agrícola y con la producción industrial, y al notable crecimiento de los beneficios. De hecho, el crecimiento efectivo interanual de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 no registró variaciones significativas en relación con los niveles de diciembre del 2006, manteniéndose en torno al 14%. Al mismo tiempo, aunque disminuyeron ligeramente a comienzos del 2007, según el I/B/E/S² las expectativas de los analistas respecto al crecimiento de los beneficios a doce meses vista seguían rondando el 8% en enero del 2007. Además, el descenso relativamente pronunciado de los precios del petróleo puede haber influido en el comportamiento de los precios de las acciones.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro continuaron subiendo en el período examinado, hasta alcanzar las cotas más altas observadas desde finales del 2000. Este dinamismo puede haber sido propiciado por la publicación de datos de clima económico y de producción industrial más favorables de lo previsto en algunos países, al influir, probablemente, en las perspectivas de beneficios de las sociedades cotizadas. Aunque ligeramente más bajo que en diciembre del 2006, el crecimiento esperado de los beneficios recogido en las encuestas siguió siendo vigoroso. Según el I/B/E/S, en enero del 2007 los analistas de mercados de renta variable esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX creciesen en torno a un 9% en los próximos doce meses y alrededor de un 7% en los próximos tres a cinco años. Por otro lado, el crecimiento efectivo interanual de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo en un nivel elevado, en torno al 19%, en

2 Institutional Brokers Estimate System.

enero del 2007. La pujanza del mercado de renta variable de la zona del euro fue probablemente consecuencia de la percepción de que existían en la zona perspectivas de beneficios empresariales mejores que en otras áreas, tal y como se desprendía de los datos de enero de la encuesta de Merrill Lynch a los gestores de fondos internacionales. Al mismo tiempo, esta encuesta mostró un ligero aumento de la tolerancia al riesgo en comparación con el mes anterior, del que pueden haberse beneficiado también las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. El recuadro 3 analiza la evolución de los beneficios y del mercado de renta variable de la zona del euro en los últimos años.

La volatilidad implícita permaneció estable en la zona del euro, reflejo de escasos cambios en la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones. Así pues, a principios del 2007, la incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro se mantuvo en niveles relativamente reducidos en términos históricos. Por otra parte, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro en los plazos más cortos se estrecharon ligeramente en el período considerado, lo que podría ser indicativo de un descenso general de las primas de riesgo exigidas por los inversores para activos de mayor riesgo, como las acciones.

Recuadro 3

PRECIOS DE LAS ACCIONES Y BENEFICIOS EN LA ZONA DEL EURO

Ante los beneficios de dos dígitos que se vienen registrando cada año desde el 2003 en los mercados de valores de la zona del euro, este recuadro analiza más detenidamente la evolución de los beneficios empresariales, dado que se trata, en general, del principal factor que determina, a largo plazo, los precios de las acciones.

En mercados eficientes, los activos financieros se valoran de acuerdo con el valor actual del flujo de caja futuro que los inversores esperan obtener de la tenencia del activo en cuestión. Aplicado a la valoración de las acciones, ello implica que los dividendos esperados (que dependen, a su vez, de los beneficios esperados y de las correspondientes ratios de dividendos sobre resultados después de impuestos) y la tasa de descuento (que se utiliza para calcular el valor actual del flujo futuro de rentas) son los principales determinantes de los precios de las acciones. Sin embargo, pueden existir ineficiencias en el mercado, debido a ciertas formas de comportamiento irracional por parte, al menos, de algunos inversores (como «comportamiento gregario», «retroalimentación positiva» o «sobre-reacción»), que pueden, a veces, alejar los precios de las acciones de los valores fundamentales¹.

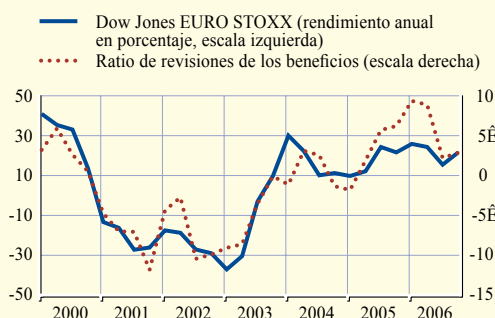
Si los precios de las acciones reflejan los dividendos y los beneficios esperados, se podría deducir que cambiarán cada vez que los inversores revisen sus expectativas de beneficios. En el gráfico A se presentan el rendimiento anual de las acciones en la zona del euro y la ratio utilizada para medir las revisiones de las estimaciones de beneficios a doce meses vista realizadas por los analistas de mercados de valores. El gráfico revela que los buenos resultados registrados en los mercados de valores de la zona del euro desde el segundo semestre del 2003, coincidieron con un período en el que los intermediarios, en general, revisaron al alza sus estimaciones de beneficios para los doce meses siguientes. Dicho de otro modo, ese factor puede explicar probablemente en gran medida la pujanza de los mercados de valores de la zona del euro en los últimos años.

La rentabilidad de una empresa se puede medir de distintas maneras. Los beneficios declarados son la medida más general y reconocida de los resultados de la empresa, dado que incluyen, en principio,

1 Véase el artículo titulado «El mercado de valores y la política monetaria», en el Boletín Mensual de febrero del 2002.

Gráfico A Rendimiento de las acciones incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX y ratio de revisiones de los beneficios

(medias trimestrales de datos diarios y mensuales)

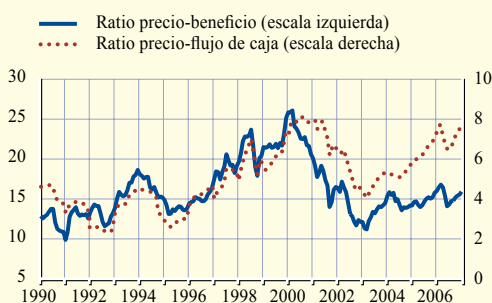


Fuente: Thomson Financial Datastream.

Nota: La ratio de revisiones de los beneficios se calcula como el saldo de las revisiones al alza y a la baja, en porcentaje del número total de estimaciones de beneficios a doce meses vista de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, realizadas por los intermediarios.

Gráfico B Ratio precio-beneficio y ratio precio-flujo de caja del índice MSCI EMU

(medias mensuales de datos diarios)



Fuente: Thomson Financial Datastream.

Nota: El flujo de caja procedente de las operaciones se refiere a los fondos que representan la suma de los ingresos netos y de todos los gastos distintos del efectivo, menos los créditos distintos del efectivo, relativos a las operaciones.

todos los ingresos y gastos. Otra medida la constituye el flujo de caja procedente de las operaciones, es decir, las entradas netas de fondos líquidos que sean generados por las operaciones de una empresa y que presenten la característica de estar asegurados durante el período de referencia. El gráfico B muestra la ratio precio-beneficio basada en los beneficios declarados y la ratio precio-flujo de caja del índice bursátil MSCI EMU. Desde comienzos de los años noventa, durante la mayor parte del tiempo la ratio precio-flujo de caja ha registrado una evolución relativamente coincidente con la de la ratio precio-beneficio. Sin embargo, en los últimos años la evolución de las dos ratios ha sido muy diferente. Mientras que la fuerte subida de los precios de las acciones sólo ha dado lugar a un moderado aumento de la ratio precio-beneficio, la ratio precio-flujo de caja se ha elevado de manera bastante acusada.

Este diferente comportamiento de las dos ratios refleja, en parte, la evolución de determinados gastos distintos del efectivo, como la amortización de los activos inmateriales y la depreciación, que se deducen del flujo de caja procedente de las operaciones, cuando se calculan los beneficios declarados. Según indican los datos individuales de las empresas de la zona del euro, en los últimos años la depreciación ha disminuido gradualmente en términos relativos. En consecuencia, durante ese período los beneficios declarados crecieron más que los flujos de caja procedentes de las operaciones. Al mismo tiempo, la introducción en el 2005 de nuevas normas contables, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en la zona del euro puede haber impulsado los beneficios declarados, al pasar de la contabilidad basada en los costes históricos a la contabilidad por el valor razonable. En general, como resultado de este cambio los beneficios tienden a mostrar una mayor volatilidad que en el pasado. En particular, los beneficios declarados podrían ser más altos en períodos de bonanza y más bajos en épocas de recesión, lo que, en el primer caso, puede ser relevante en el presente contexto.

En conclusión, el dinamismo del que han dado prueba los mercados de valores de la zona del euro en los últimos años puede estar relacionado, en gran medida, con la evolución (más favorable de lo esperado) de los beneficios. Sin embargo, esta explicación ha de considerarse con cierta cautela, debido a que en los últimos años el flujo de caja procedente de las operaciones, una medida que tiende a reflejar mejor la capacidad de generación de beneficios de las empresas, ha crecido más lentamente que los beneficios declarados.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en el 1,9% en enero del 2007, sin cambios por tercer mes consecutivo. Aunque siguen existiendo algunas presiones al alza sobre los precios industriales, señaladas también por los datos de precios de las empresas recogidos en las encuestas, los costes laborales mostraron una evolución moderada hasta el tercer trimestre del 2006. De cara al futuro, la evolución a corto plazo de la inflación se verá fuertemente influida por los precios del petróleo y por el impacto del aumento del IVA alemán. Las perspectivas de inflación a medio y largo plazo están sujetas a riesgos alcistas, relacionados, fundamentalmente, con presiones sobre los costes laborales más intensas de lo previsto.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE ENERO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se mantuvo en el 1,9% en enero del 2007, sin cambios con respecto a diciembre y noviembre del 2006 (véase cuadro 5). Sin embargo, Eurostat advirtió que este avance se caracteriza por un mayor grado de incertidumbre de lo habitual, debido a una cobertura nacional inferior a la media. Si bien no se dispondrá del detalle del IAPC de enero antes de finales de febrero, parece que la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el índice general disminuyó, como resultado de un efecto de base favorable y del descenso de los precios del petróleo registrado en enero.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA DICIEMBRE DEL 2006

En diciembre del 2006, la estabilidad de la inflación en el 1,9% ocultó ciertos movimientos divergentes de los principales componentes del IAPC, especialmente de los más volátiles, es decir, la energía y los alimentos no elaborados (véase gráfico 17). La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, permaneció también sin cambios en el 1,6% por tercer mes consecutivo.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó en diciembre, como consecuencia de un efecto de base desfavorable, reflejo del descenso de los precios de consumo de la energía registrado a finales del 2005. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elabo-

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 Ago	2006 Sep	2006 Oct	2006 Nov	2006 Dic	2007 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9
Energía	10,1	7,7	8,1	1,5	-0,5	2,1	2,9	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,9	4,6	4,2	4,4	3,7	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,2	1,8	2,3	2,2	2,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	.
Servicios	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	5,7	4,6	4,0	4,3	4,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	52,9	57,8	50,3	47,6	46,7	47,4	42,2
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	26,8	26,4	28,7	22,9	17,7	15,6

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

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

rados disminuyó en diciembre, debido, principalmente, a la evolución de los precios de las frutas y hortalizas. La reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados observada desde octubre parece apuntar a la desaparición progresiva del efecto alcista que las malas condiciones meteorológicas del verano tuvieron sobre los precios.

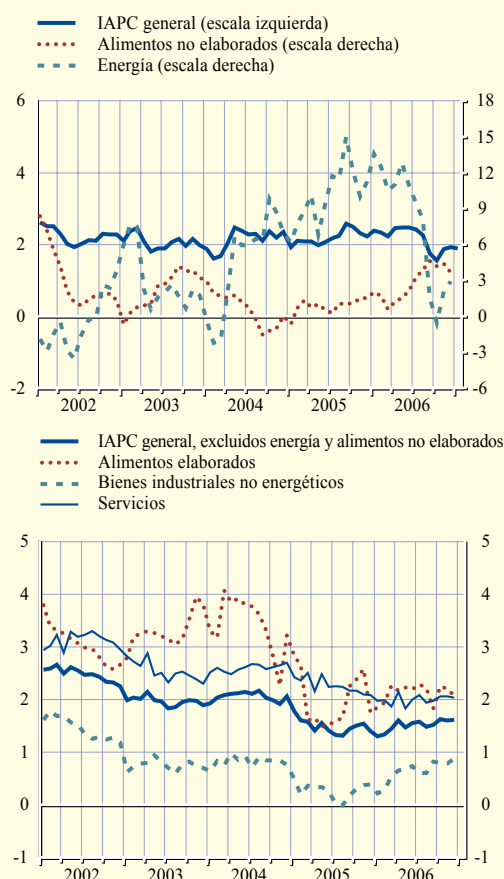
Por lo que se refiere a los componentes menos volátiles del IAPC, en diciembre las tasas de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios descendieron ligeramente, mientras que la correspondiente tasa de los precios de los bienes industriales no energéticos ascendió levemente. Este aumento puede reflejar cierta transmisión de anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas a los precios de consumo. Sin embargo, en general se ha tratado, hasta ahora, de efectos imitados.

En el 2006, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 2,2%, sin cambios con respecto al 2005. Con todo, esta estabilidad oculta considerables fluctuaciones en el perfil mensual de las tasas de variación interanual, reflejo, principalmente, de la evolución a corto plazo de los precios de la energía, pero también de algunos efectos de base. En comparación con el 2005, los precios de los alimentos no elaborados contribuyeron en mayor medida a la inflación registrada en el 2006, especialmente en el segundo semestre del año, como resultado de las malas condiciones atmosféricas observadas en el verano y de sus consecuencias sobre las cosechas. Si se excluyen

los dos componentes más volátiles del índice general, es decir, la energía y los alimentos no elaborados, como promedio en el 2006 y en relación con el año anterior, la inflación medida por el IAPC se mantuvo estable en el 1,5%, pese a experimentar una leve tendencia al alza en el transcurso del año. Ello fue consecuencia, en particular, de un ligero incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (aunque a partir de un nivel reducido), que puede revelar la transmisión gradual de la elevación de los costes asociada a las anteriores subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas. Por el contrario, la inflación en los precios de los servicios osciló en torno al 2% en el 2006, frente a una media del 2,3% en el 2005, evidenciando la contención general de las presiones sobre los precios internos observada el año pasado.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



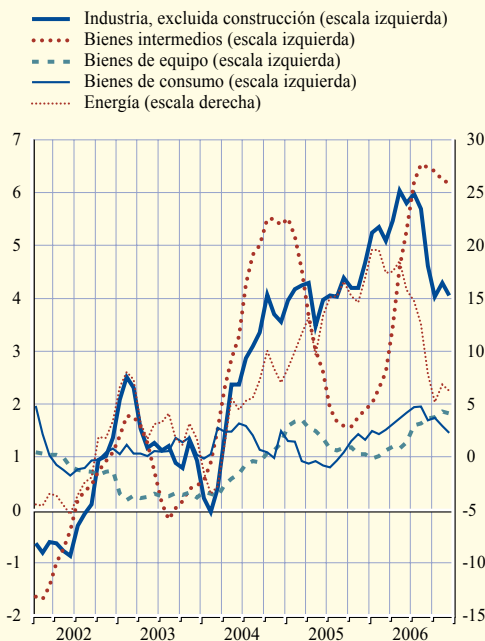
Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En diciembre del 2006, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, disminuyó hasta el 4,1%, desde el 4,3% de noviembre. Esta evolución estuvo

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

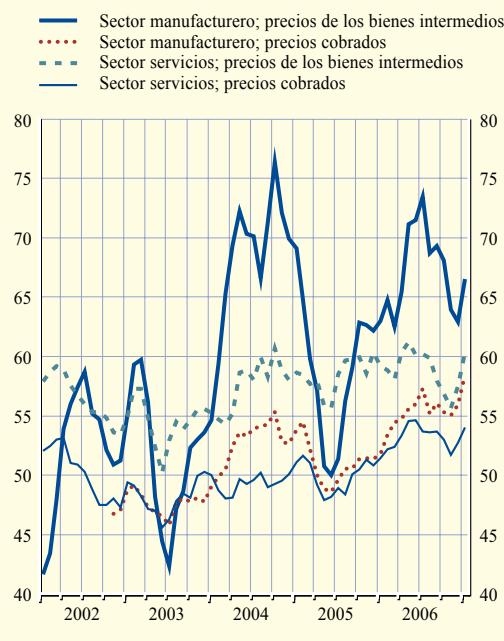
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

relacionada, principalmente, con el comportamiento de los precios de la energía, aunque reflejó también ligeros descensos de los componentes de bienes de consumo y de bienes de equipo (véase gráfico 18).

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se redujo en diciembre, debido, sustancialmente, a un efecto de base, aunque se sumó también un ligero descenso intermensual originado por la caída de los precios del petróleo observada desde agosto del 2006. En diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se mantuvo estable en un nivel muy alto, el 6,2%. Sin embargo, la evolución a corto plazo de este componente se suavizó, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Por otra parte, los precios de varias materias primas industriales, que son los principales determinantes de los precios de los bienes intermedios, bajaron de forma significativa hacia finales del 2006, lo que se reflejó también en el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas no energéticas (véase cuadro 5). En diciembre, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo disminuyó hasta el 1,5%, una de las tasas más bajas registradas por este componente en el 2006.

La evolución más reciente de los precios industriales parece señalar que la transmisión de los anteriores aumentos de los precios de las materias primas a lo largo de la cadena de producción se ha moderado, o que está siendo, por lo menos, contrarrestada por la disminución de los precios del petróleo, la desaceleración de los precios de las materias primas no energéticas y la apreciación del euro. No obstante, mientras que se han atemperado las presiones externas sobre los precios, pueden haber empezado a formarse presiones internas en el sector industrial, como indican también los datos de fijación de precios de las empresas recogidos en las encuestas (véase gráfico 19).

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

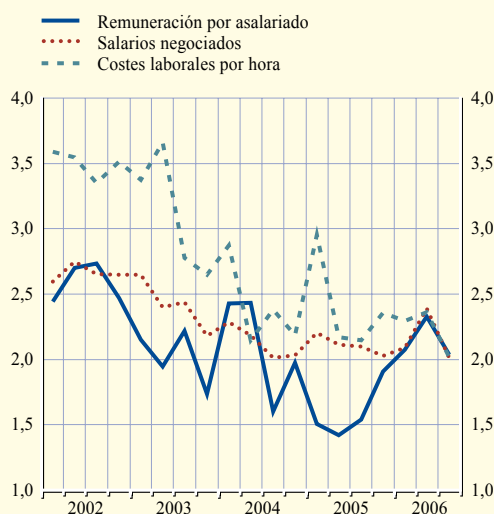
En enero del 2007, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero se elevó notablemente, tras descender durante tres meses consecutivos. Según NTC Economics, la empresa que realiza la encuesta, este ascenso está relacionado con la persistente escasez de oferta de bienes utilizados en el proceso de producción, lo que parece haber compensado ampliamente el impacto de la caída de los precios del petróleo. Este parece ser también uno de los motivos del fuerte aumento del índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios. Las empresas del sector servicios señalaron también que el incremento de los costes laborales derivado de las tensiones del mercado de trabajo elevaron los costes de sus bienes intermedios, aunque no es todavía posible comprobar esta observación con los datos de costes laborales disponibles. Los precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios volvieron a subir en enero, señalando que la elevación de los costes de los bienes intermedios se estaba trasladando a los clientes, en un contexto de fuerte demanda y de mayor capacidad de fijación de precios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos de costes laborales hasta el tercer trimestre del 2006 indican que se mantuvo, en general, la contención salarial y que las presiones inflacionistas procedentes de los mercados de trabajo siguieron siendo moderadas, pese al vigoroso crecimiento económico y a las favorables tendencias de esos mercados. Los salarios parecen haber subido ligeramente en el primer semestre del 2006, especialmente en el segundo trimestre. Sin embargo, el descenso simultáneo de las tasas de crecimiento interanual de los tres indicadores de costes laborales (salarios negociados, costes laborales por hora y remuneración por asalariado) hasta el 2%, registrado en el tercer trimestre del 2006, corrobora la valoración de que el mayor crecimiento salarial observado en el primer semestre del 2006 fue determinado, en gran parte, por factores transitorios (véanse cuadro 6 y gráfico 20).

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

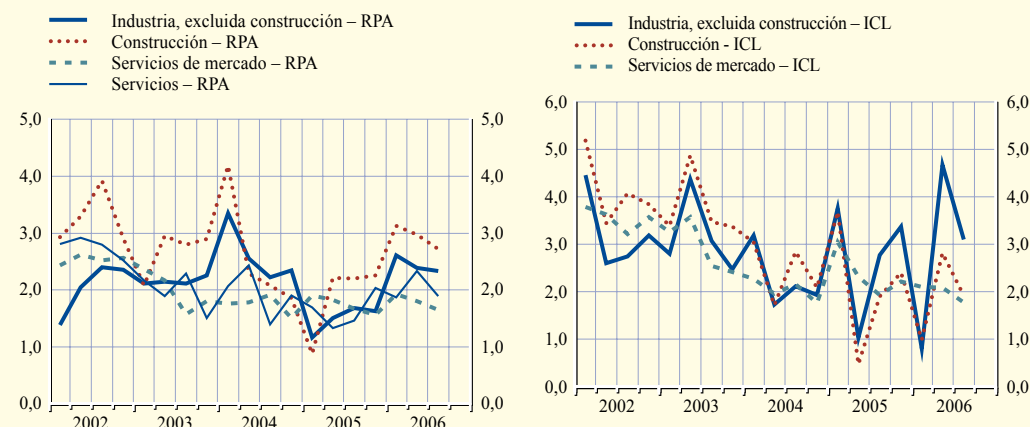


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Gráfico 21 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La evolución de los costes laborales unitarios confirma la existencia en el 2006 de leves presiones sobre los costes procedentes del mercado de trabajo. El moderado crecimiento salarial, conjuntamente con el aumento cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo, ha propiciado la estabilización del crecimiento de los costes laborales unitarios, en el 0,8%, en los tres primeros trimestres del 2006.

Sin embargo, el moderado crecimiento general de los salarios registrado en la zona del euro oculta cierta dispersión entre los distintos sectores económicos y países de la zona. Por lo que se refiere a la evolución de los salarios por sectores, en los tres primeros trimestres del 2006 en el sector industrial el crecimiento salarial fue algo mayor, aunque más volátil, que en el sector servicios (véase gráfico 21). Entre países, los diferenciales de crecimiento salarial son relativamente amplios. Más concretamente, unos aumentos salariales muy reducidos en algunos países de la zona del euro contrastan con un crecimiento salarial relativamente elevado en otros países de la zona. Estos diferenciales sólo parecen haber tenido una escasa relación con los diferenciales de crecimiento de la productividad, bastante estrechos, que se observan entre los países de la zona. En consecuencia, los diferenciales de crecimiento salarial se reflejan también en tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios bastante divergentes. En general, persiste el riesgo de mayores presiones salariales, en un contexto de crecimiento sostenido.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, la evolución de la inflación dependerá, en gran medida, de las fluctuaciones de los precios del petróleo y del impacto del aumento del IVA alemán. Parece que las repercusiones de este aumento pueden no haberse concentrado en el mes de enero, sino que pueden haberse producido ya algunos efectos en el 2006 y que todavía podrían producirse efectos retardados. Considerando los actuales precios del petróleo y de los futuros sobre esta materia prima, en la primavera y verano del 2007 las tasas de inflación interanual podrían verse reducidas temporalmente por importantes efectos de base. Sin embargo, hacia el final del año se espera que las tasas de inflación vuelvan a subir, como resultado de efectos de base desfavorables.

A más largo plazo, aunque las presiones externas sobre los precios se han moderado, parece que pueden haber empezado a desarrollarse presiones internas en el sector industrial, tal y como señalan los datos de las empresas recogidos en las encuestas. En un contexto de crecimiento económico sostenido y de pujanza de la demanda, estas presiones podrían conducir, en última instancia, a una elevación de los precios de consumo. Por el contrario, la evolución salarial no evidencia, de momento, fuertes presiones inflacionistas procedentes del mercado de trabajo. En el recuadro 4 se analizan los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica realizada por el BCE en enero del 2007.

Las perspectivas de estabilidad de precios a medio y largo plazo siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con un posible repunte de los precios del petróleo, con una mayor transmisión de lo esperado de las anteriores subidas de los precios de esta materia prima a los precios de consumo y con incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Sin embargo, más significativo es el hecho de que la favorable evolución de la actividad económica y de los mercados de trabajo podría conllevar aumentos salariales más elevados de lo previsto.

Recuadro 4

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre del 2007 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 17 y el 24 de enero de 2007. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y la tasa de desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2007 y 2008

Los participantes en la EPE rebajaron en promedio sus expectativas de inflación para el 2007 hasta el 2%, desde el 2,1% de la EPE del cuarto trimestre del 2006 (véase cuadro)¹. Esta revisión a la baja refleja, en gran medida, el reciente descenso de los precios del petróleo y las expectativas de menores subidas de esos precios. Sin embargo, los encuestados esperan que el aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero añada, en promedio, 0,3 puntos porcentuales a la inflación anual de la zona del euro prevista para el 2007. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2007 se sitúan 0,1 puntos porcentuales por debajo de las publicadas en enero del 2007 por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Para el 2008, los participantes en la EPE mantienen en promedio las expectativas de inflación en el 1,9%, en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. Aunque esperan que persista la moderación salarial, los expertos en previsión económica indican claramente que un crecimiento de los salarios mayor de lo previsto representaría un importante riesgo para las perspectivas de inflación, especialmente en el 2008. Según los participantes en la EPE, un posible repunte de los precios del petróleo constituye otro riesgo significativo, y algunos encuestados señalan también que las medidas gubernamentales podrían suponer riesgos alcistas para la inflación.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultan-

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2007	Diciembre 2007	2008	Diciembre 2008	A largo plazo ²⁾
EPE I 2007	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
EPE anterior (IV 2006)	2,1	-	1,9	-	1,9
Consensus Economics (enero 2007)	2,1	-	1,9	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2007)	2,1	-	1,9	-	1,9
Crecimiento del PIB real	2007	III 2007	2008	III 2008	A largo plazo ²⁾
	2007	III 2007	2008	III 2008	A largo plazo ²⁾
EPE I 2007	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
EPE anterior (IV 2006)	2,0	-	2,0	-	2,0
Consensus Economics (enero 2007)	2,0	-	2,1	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2007)	2,0	-	2,0	-	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2007	Noviembre 2007	2008	Noviembre 2008	A largo plazo ²⁾
	2007	Noviembre 2007	2008	Noviembre 2008	A largo plazo ²⁾
EPE I 2007	7,5	7,4	7,3	7,2	6,9
EPE anterior (IV 2006)	7,6	-	7,4	-	7,0
Consensus Economics (enero 2007)	7,5	-	7,3	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2007)	7,6	-	7,4	-	6,9

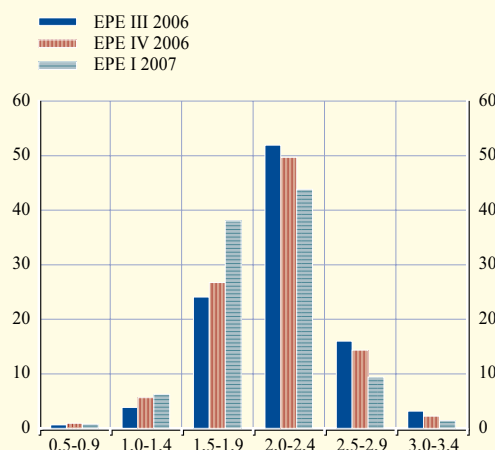
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo se refieren al 2011 en la EPE y el Barómetro de la Zona del Euro y al período 2012-2016 en Consensus Economics (datos publicados en la encuesta de octubre del 2006 de Consensus Economics).

te de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. En línea con la revisión a la baja de la estimación para el 2007, la distribución de probabilidad relativa a la inflación esperada para este año se ha desplazado hacia cifras más bajas, en comparación con la EPE del cuarto trimestre del 2006 (véase el gráfico A, que muestra la distribución de probabilidad agregada relativa a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2007 en las tres últimas encuestas). En consecuencia, los participantes en la EPE asignan ahora una probabilidad

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

(en porcentaje)

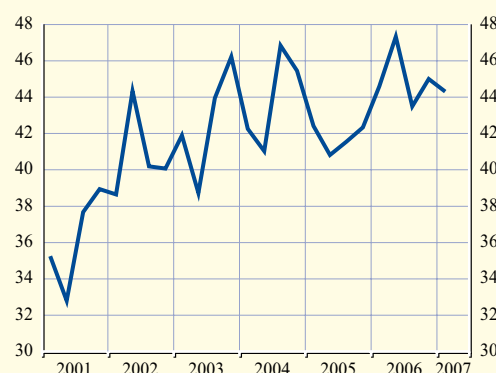


Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

del 45% a que la inflación se sitúe por debajo del 2% en el 2007, frente al 33% en la encuesta anterior. Por el contrario, ha variado poco la distribución de probabilidad para el 2008, aunque los encuestados parecen confiar algo más en que la inflación se mantenga dentro del intervalo central comprendido entre el 1,5% y el 1,9%. Sin embargo, se asigna todavía una probabilidad de casi el 45% a que la inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2%.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (a cinco años vista) se mantuvieron sin variación en el 1,9%, el mismo nivel de las últimas veintiuna encuestas. Estas expectativas están totalmente en línea con las previsiones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro para el 2011 y con las estimaciones publicadas en octubre del 2006 por Consensus Economics para un período de seis a diez años vista. La distribución de probabilidad media para las expectativas de inflación a más largo plazo no experimentó cambios en relación con la encuesta anterior. En efecto, la mayor parte de la distribución se mantuvo dentro del intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%. La probabilidad de que la inflación se sitúe en un nivel igual o superior al 2% a cinco años vista permaneció también estable en el 44% (véase gráfico B), lo que sugiere que no ha variado la percepción de riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

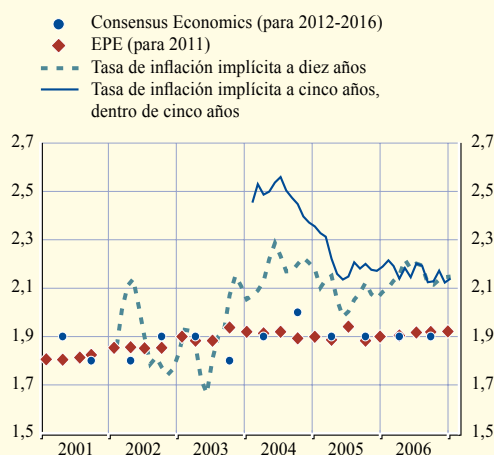
Los resultados de la EPE pueden compararse también con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación². La tasa de inflación implícita a diez años obtenida de los bonos franceses indicados con la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2015 se ha mantenido estable en los últimos meses (véase gráfico C). De forma similar, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, ha experimentado escasas variaciones desde octubre del 2006. No obstante, las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).

Expectativas de crecimiento del PIB real

En relación con la encuesta precedente, para el 2007 los participantes en la EPE revisaron ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento del PIB real, que sitúan ahora en el 2,1%. Esta revisión al alza refleja, fundamentalmente, las mayores expectativas de crecimiento de la demanda interna (especialmente, del consumo privado y de la inversión) y de la demanda exterior. Las expectativas de crecimiento del PIB para el 2008 se revisaron también al alza 0,1 puntos

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

(tasas medias de variación interanual)



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

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

porcentuales, hasta el 2,1%. Para ambos años, los encuestados consideran que existen riesgos más bien bajistas, relacionados sobre todo con los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales. En general, las expectativas de crecimiento para el 2007 y 2008 son ligeramente más optimistas que las que reflejan Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro de enero del 2007. Las expectativas de crecimiento a más largo plazo se revisaron también al alza 0,1 puntos porcentuales, y se sitúan ahora en el 2,1%. En opinión de los encuestados, las perspectivas de crecimiento a más largo plazo dependen, principalmente, de las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de seguridad social, de la inmigración y del aumento de la productividad a través de la difusión de las tecnologías de la información y las comunicaciones en la economía. En general se espera que unos mercados más flexibles y eficientes potencien la productividad del trabajo y el crecimiento.

Expectativas de desempleo en la zona del euro

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 se revisaron a la baja 0,1 puntos porcentuales, hasta el 7,5% y el 7,3%, respectivamente. En opinión de los encuestados, en ambos años el desempleo debería beneficiarse fundamentalmente del crecimiento económico en curso. Al igual que en la encuesta anterior, para el 2007 y 2008 siguen existiendo riesgos alcistas derivados de la distribución de probabilidad agregada y principalmente relacionados con el riesgo de menor crecimiento económico. Las expectativas de la EPE referidas a la tasa de desempleo para el 2007 y 2008 están en general en línea con las previsiones publicadas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Las expectativas respecto a la tasa de desempleo a más largo plazo se revisaron también a la baja 0,1 puntos porcentuales, hasta el 6,9% en el 2011. A largo plazo, existen riesgos alcistas derivados de la distribución de probabilidad agregada. Los encuestados siguen señalando que el descenso de la tasa de paro en un horizonte temporal más dilatado depende, en gran medida, de las reformas del mercado de trabajo y de los factores demográficos.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras un crecimiento del PIB real de la zona del euro del 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2006, la información disponible apunta, en líneas generales, a un crecimiento sólido y sostenido en el cuarto trimestre. Los indicadores de confianza empresarial procedentes de las encuestas de opinión se encuentran en niveles relativamente elevados y proporcionan señales tranquilizadoras tanto para la industria como para los servicios. Los mercados de trabajo de la zona del euro parecen haber seguido mejorando hasta finales del 2006. De cara al futuro, se espera que la actividad económica continúe creciendo a un ritmo vigoroso. Se considera que los riesgos para estas perspectivas están prácticamente equilibrados en el corto plazo; a horizontes más largos, se sitúan a la baja y están relacionados con un posible aumento de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de nuevas y significativas subidas de los precios del petróleo y con una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

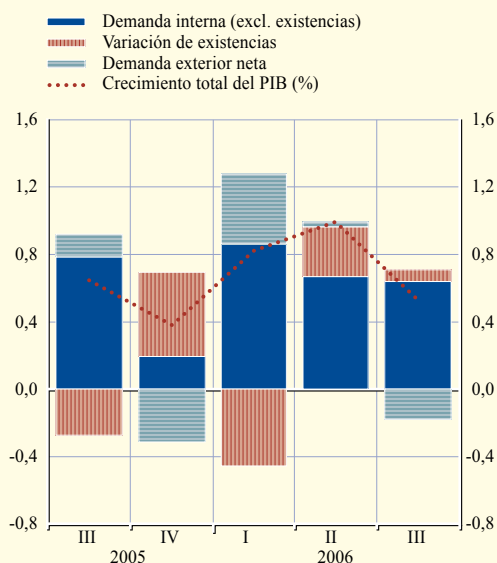
La segunda estimación de Eurostat confirmó que el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2006, lo que supone una normalización si se compara con las tasas de crecimiento particularmente elevadas registradas en el primer semestre del año pasado (véase gráfico 22). Con respecto a la primera estimación, se han observado algunos pequeños cambios en las estimaciones de crecimiento de los componentes del PIB en el tercer trimestre, pero el cuadro general se mantiene inalterado, siendo la demanda interna la que impulsa la actividad, mientras que la demanda exterior neta contribuye al crecimiento de forma negativa. La intensidad de la demanda interna reflejó especialmente el fuerte crecimiento del consumo, que fue revisado al alza, hasta el 0,7%, con respecto a la estimación anterior del 0,6%. La inversión también contribuyó positivamente, pero creció más lentamente que en el segundo trimestre. Esta desaceleración se produjo de modo relativamente generalizado en todos los componentes de la inversión, pero fue más pronunciada en la inversión en construcción. En ese período, únicamente se fortaleció el crecimiento de la inversión en productos metálicos y maquinaria.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Todas las principales ramas de actividad contribuyeron positivamente al fuerte crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre del 2006, pero también fue generalizada la desaceleración de la dinámica del crecimiento que se produjo entre el segundo y el tercer trimestre. El crecimiento intertrimestral del valor añadido en los servicios casi se redujo a la mitad en el tercer tri-

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

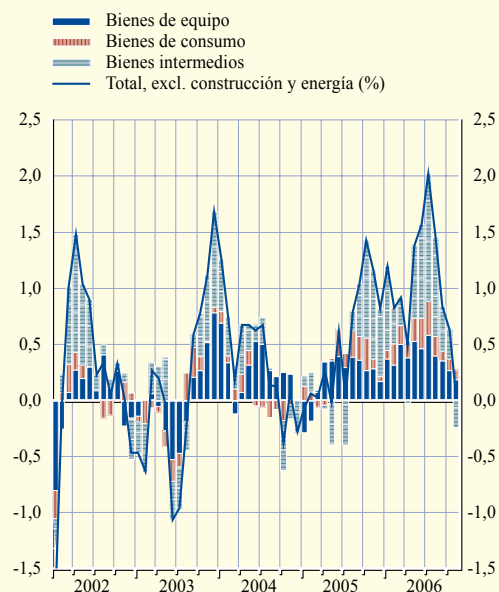
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

mestre, en comparación con el segundo, pero se mantuvo en el 0,5%, en consonancia con el crecimiento medio de este sector desde comienzos de la década de los noventa. El crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) también disminuyó en el tercer trimestre con respecto al trimestre anterior; sin embargo, el ritmo de actividad de este sector, que fue del 0,9% en tasa intertrimestral, continuó siendo elevado. Por otra parte, el crecimiento del valor añadido en la construcción, que había mostrado una importante recuperación desde el inicio del 2006, se redujo en el tercer trimestre.

Tras el intenso crecimiento del año pasado, la actividad en la industria parece haber aumentado a un ritmo ligeramente más lento desde el final del tercer trimestre (véase gráfico 23). La producción industrial (excluida la construcción) sólo se incrementó ligeramente, en tasa intertrimestral, en noviembre, y el crecimiento medio de los tres meses transcurridos entre septiembre y noviembre se situó algo por debajo del de los tres meses anteriores. La ralentización de la dinámica del crecimiento en la industria en los últimos meses fue común a todas las principales ramas de actividad, pero fue más pronunciada en

el sector energético, lo que es probable que esté relacionado con unas condiciones meteorológicas inusualmente cálidas en Europa durante este período.

Las sensibles mejoras observadas en la frecuencia y, por lo tanto, en la puntualidad de publicación de los datos mensuales relativos a la producción de la construcción por parte de Eurostat han hecho posible la obtención de información sobre el comportamiento de este sector en el cuarto trimestre del 2006 a partir de los datos más recientes (véase recuadro 5). En general, la evolución de la producción de la construcción en los meses de octubre y noviembre sugiere la probabilidad de que dicha producción continúe incrementándose a una tasa elevada.

Los nuevos pedidos siguen proporcionando señales positivas para la industria. Los nuevos pedidos industriales aumentaron en noviembre, en términos intertrimestrales, y la media móvil del período de tres meses hasta noviembre muestra un claro incremento si se compara con los tres meses precedentes. Esta persistente tendencia alcista queda confirmada también por la menor volatilidad de la serie de nuevos pedidos, que excluye «otro material de transporte».

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CONSTRUCCIÓN

El 18 de enero de 2007, Eurostat dio a conocer su primera publicación mensual con estimaciones sobre la producción de la construcción en la zona del euro, mejorando considerablemente con ello la puntualidad de un importante indicador para la economía de dicha zona. La construcción representa el 6% del valor añadido del total de la economía y en torno al 20% de la producción industrial total de la zona del euro, pero es mucho más volátil que otras ramas de la economía, como los servicios. También supone cerca de la mitad de la inversión total, habitualmente un impulsor fundamental del ciclo económico. La producción de la construcción puede, por lo tanto, desempeñar un papel significativo en la explicación de los movimientos cíclicos de la economía de la zona del euro¹. En este recuadro se presentan los nuevos datos disponibles sobre construcción y se examina brevemente su evolución reciente.

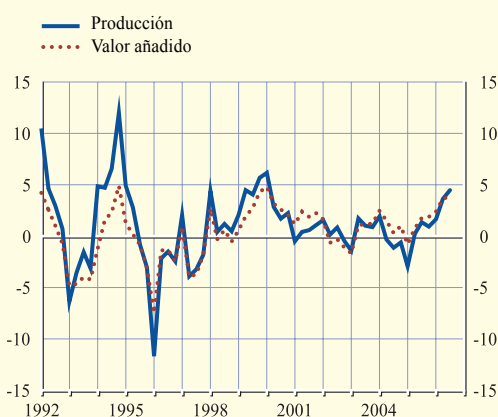
Mejora en las estadísticas coyunturales de construcción de la zona del euro

Los datos sobre la producción de la construcción, aunque se calculaban mensualmente, se publicaban con periodicidad trimestral y con cierto retraso. Ahora se podrá disponer de las nuevas estimaciones mensuales aproximadamente 50 días después de que termine el mes, lo que refleja una mejora en el alcance y en la puntualidad de los datos nacionales recibidos por Eurostat. Esto supone un paso más encaminado a cumplir los requisitos del Reglamento del Consejo revisado relativo a las estadísticas coyunturales y los objetivos referidos a los principales indicadores económicos europeos².

Calculada mensualmente, la producción de la construcción puede ser muy volátil, siendo la desviación típica del crecimiento mensual un 3,5%, lo que dificulta la interpretación de las variaciones mensuales y sugiere la necesidad de considerar una presentación más suavizada de la serie mensual (v.g., tasas de variación interanual). El gráfico A muestra que las tasas de variación interanual de la serie mensual de producción siguen de forma razonablemente estrecha las tasas de variación interanual de la serie trimestral de valor añadido de la construcción, tomada de las cuentas nacionales, por lo que puede actuar de indicador adelantado de esta última serie (que sólo se publica unos 60 días después del fin del trimestre). El objetivo de ambos indicadores es medir la producción neta de los factores que intervienen en la construcción. Las ligeras discrepancias que pueden observarse entre las dos series podrían deberse a ligeras diferencias conceptuales en sus definiciones, así como a diferencias en la aplicación

Gráfico A Producción y valor añadido de la construcción

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables; datos trimestrales)



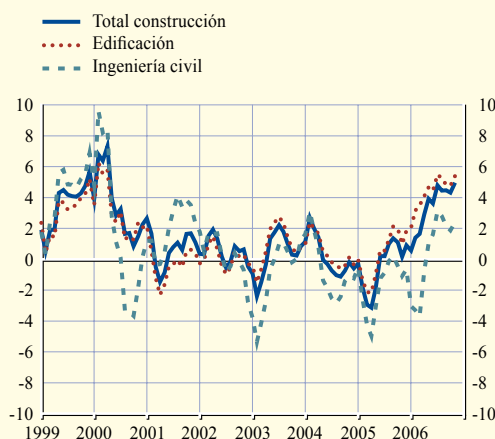
Fuente: Eurostat.

1 Para un análisis más detallado del sector de la construcción, véase el recuadro 6, titulado «Evolución de la construcción en la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005.

2 Reglamento (CE) n.º 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo. Véase también el recuadro 6, titulado «Nuevos avances en los principales indicadores económicos europeos», en el Boletín Mensual de diciembre del 2005.

Gráfico B Producción de la construcción

(tasas de variación interanual, medias de tres meses; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: Eurostat

Gráfico C Indicadores de las encuestas relativos a la construcción

(saldo neto e indicadores de difusión)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y NTC Economics.

práctica de las medidas de producción de las estadísticas coyunturales (v.g., cobertura incompleta de la construcción) en los distintos países. Además, el ajuste estacional de los dos indicadores no es el mismo³.

Evolución reciente de la construcción

Tras un período de lento crecimiento, el valor añadido de la construcción se recuperó durante el pasado año, aumentando a una tasa interanual del 3,8% en el tercer trimestre del 2006 —la tasa de crecimiento más elevada desde comienzos del 2000—. Durante el cuarto trimestre del año pasado, se mantuvo el panorama de expansión sostenida, y la tasa de crecimiento interanual en términos de medias de tres meses se elevó hasta el 5% en noviembre (véase gráfico B). Esto es coherente con los datos procedentes de las encuestas, que también apuntan a una intensa actividad en el sector de la construcción. Por ejemplo, los indicadores del índice de directores de compras relativos a la producción de la construcción y a los nuevos pedidos se encontraban en diciembre en sus niveles más elevados desde que se inició la encuesta en el 2000. Además, aunque la confianza en la construcción, medida por la encuesta de opinión realizada por la Comisión Europea, empeoró ligeramente en los dos últimos meses, se mantuvo en niveles históricamente elevados (véase gráfico C).

Dicho esto, la evolución dentro del propio sector de la construcción es dispar. La producción de la edificación, que constituye en torno a dos tercios de la construcción, se aceleró durante el 2006 y aumentó a un ritmo de crecimiento cercano al máximo alcanzado a finales de la década de los noventa.

3 Eurostat compila el índice de producción en la construcción en la zona del euro agregando los datos de los países, ajustados por días laborables, y, posteriormente, ajusta este agregado por factores estacionales. Por otra parte, los datos de valor añadido de la zona del euro se estiman agregando los datos de los países desestacionalizados y ajustados por días laborables. Para más detalles, véase el recuadro 5, titulado «Diferencias entre la producción industrial y el valor añadido de la industria en el primer trimestre del 2004», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

ta (véase gráfico B). Por el contrario, la ingeniería civil, que incluye la construcción de carreteras, puentes y ferrocarriles, y que representa el tercio restante, ha crecido a un ritmo más moderado. Aunque repuntó durante el primer semestre del 2006, el crecimiento de la ingeniería civil se ha estabilizado desde entonces en un nivel más bajo.

También se registraron diferencias entre los países. En algunos de ellos, el crecimiento del valor añadido fue sistemáticamente elevado en el 2006, pero en otros el crecimiento sólo fue cobrando impulso conforme avanzaba el año. Los resultados de Alemania, donde la media de tres meses del crecimiento interanual de la producción se elevó hasta el 9,6% en noviembre, impulsaron en gran medida la recuperación de la producción de la construcción en la zona del euro durante el 2006. Es posible que estos resultados reflejaran el impacto del aumento del IVA, que entró en vigor a comienzos de enero del 2007, al adelantar las empresas y los hogares sus planes de construcción para llevarlos a cabo antes de que se iniciara el año. No obstante, la sostenida recuperación del crecimiento a lo largo del año puede también indicar el fin del prolongado período de moderación observado en la construcción en Alemania.

En resumen, la producción de la construcción en la zona del euro se ha recuperado notablemente durante el pasado año, alcanzando tasas de crecimiento interanual no observadas desde el cambio de siglo. Aunque el fuerte crecimiento estuvo relacionado, en parte, con hechos acaecidos en Alemania, la continua fortaleza de las encuestas de construcción disponibles sugiere que las perspectivas a corto plazo para el sector de la construcción son favorables.

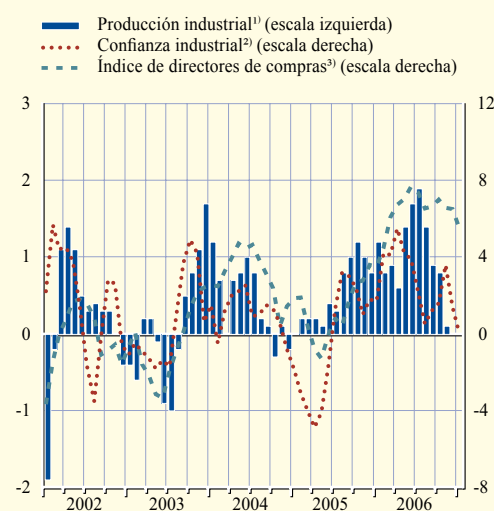
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas relativos a la actividad en la industria y los servicios apuntan a un intenso y sostenido crecimiento en ambos sectores en el último trimestre del 2006 y principios del 2007.

En cuanto a la industria, el indicador de confianza de la Comisión Europea se incrementó de nuevo en el último trimestre del 2006 y alcanzó un nivel muy elevado, antes de caer ligeramente en enero del 2007 (véase gráfico 24). El descenso del índice observado en enero fue consecuencia de una valoración menos optimista de los niveles de la cartera de pedidos y de las existencias de productos terminados, mientras que las expectativas de producción en los próximos meses mejoraron. Aunque el índice de directores de compras de las manufacturas registró una disminución gradual en los últimos meses, hasta enero, el nivel de este indicador todavía es relativamente elevado y sugiere un vigoroso crecimiento de la industria. El empeoramiento del índice observado en enero fue común a todos los componentes, excepto en lo que respecta al índice de empleo, que indica una nueva y leve mejora de la situación del mercado de trabajo en la industria.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

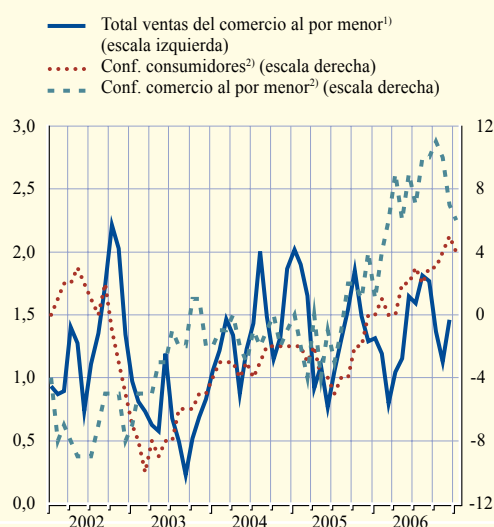
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

Por lo que se refiere a las encuestas de opinión relativas a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión mostraba un perfil prácticamente plano, en un nivel por encima de la media, entre mediados del 2006 y enero del 2007. En cambio, el índice de actividad de la encuesta a los directores de compras de los servicios ha aumentado en los últimos meses, y en enero del 2007 se situaba en un nivel considerablemente por encima de 50 (que es el umbral teórico de crecimiento nulo), en consonancia con el crecimiento más intenso registrado en este sector.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

En el tercer trimestre del 2006, el consumo privado de la zona del euro creció con fuerza. En cuanto a la información disponible para el cuarto trimestre, el volumen de ventas del comercio al por menor aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, y las matriculaciones de automóviles, un 3,8%. Se estima que la suma de la contribución de las ventas al por menor y las ventas de automóviles al crecimiento del consumo privado fue de 0,3 puntos porcentuales en el cuarto trimestre. La media de la contribución intertrimestral al citado crecimiento de los componentes de consumo distintos de las ventas al por menor, para los que no se dispone de indicadores a corto plazo, se sitúa en torno a 0,3 puntos porcentuales, pero esta contribución ha sido muy volátil en los últimos años.

Se dispone de evidencia que sugiere que la subida del IVA en Alemania, que se produjo en enero del 2007, podría haber contribuido positivamente al crecimiento del consumo privado en la zona del euro en el cuarto trimestre del 2006, ya que los consumidores pueden haber adelantado parte de su consumo —en particular, de bienes de gran valor—, con el fin de beneficiarse del tipo impositivo más reducido vigente hasta el final del año. Por ejemplo, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro en el cuarto trimestre se vieron favorecidas por un crecimiento excepcionalmente elevado en Alemania. Además, la disposición de los consumidores de la zona a realizar compras importantes en estos momentos, como han puesto de manifiesto las encuestas de la Comisión, ha aumentado hasta alcanzar un nivel alto con respecto al año pasado, como consecuencia del incremento sin precedentes observado en Alemania. En enero del 2007, este índice cayó considerablemente para la zona del euro, debido a un brusco descenso del índice alemán, lo que confirma la estrecha relación entre esta evolución y la subida del IVA.

La confianza de los consumidores de la zona del euro, que actualmente se sitúa en un nivel por encima de la media, siguió mejorando en el cuarto trimestre del 2006, favorecida por las mejoras registradas en la valoración de la situación económica general futura y en las expectativas en lo que respecta a la situación del desempleo, pero empeoró ligeramente en enero del 2007 (véase gráfico 25).

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos e indicadores disponibles apuntan a mejoras sostenidas en los mercados de trabajo de la zona del euro. El empleo en la zona creció a un fuerte ritmo en el tercer trimestre del 2006 y los da-

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tos procedentes de las encuestas sobre empleo han mostrado nuevas mejoras en los últimos meses. Además, la tasa de paro de la zona siguió disminuyendo en el último trimestre del 2006.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se encuentra actualmente en el nivel más bajo de los últimos diez años. La tasa de paro normalizada de la zona del euro fue del 7,5% en diciembre, sin cambios con respecto a la tasa revisada a la baja de noviembre (véase gráfico 26). El número de parados en la zona del euro se redujo aún más en diciembre, en unas 70.000 personas, tras haber experimentado descensos significativos en los meses anteriores.

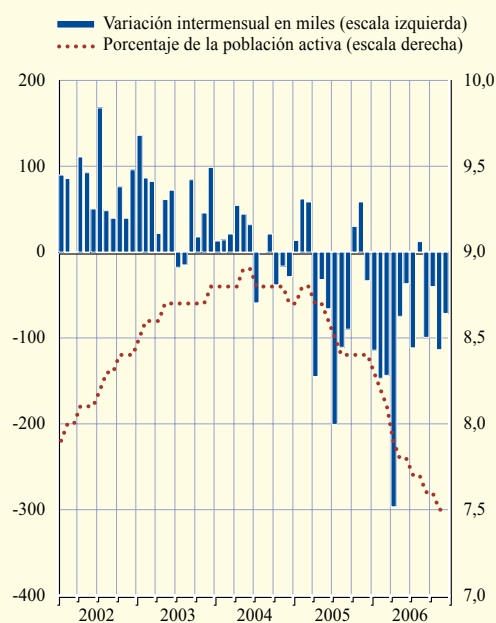
EMPLEO

El crecimiento del empleo en la zona del euro se ha fortalecido en los últimos 18 meses y mantiene su intensidad en el tercer trimestre del 2006. La tasa de crecimiento trimestral fue del 0,4%, la misma que en el trimestre anterior (véase cuadro 7). En el tercer trimestre, el empleo creció en términos intertrimestral en los servicios (0,5%) y en la construcción (0,8%), pero retrocedió ligeramente (un 0,1%) en la industria, excluida la construcción.

La información sobre el empleo derivada de las encuestas ofrece señales positivas en cuanto al crecimiento del empleo en el cuarto trimestre del 2006 y al inicio del 2007. El indicador de empleo del índice de directores de compras y las expectativas de creación de empleo de las encuestas de la Comisión Europea mejoraron en el cuarto trimestre del 2006, en comparación con el tercero, tanto en la

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

industria como en los servicios. Además, las expectativas de empleo en la construcción y en el comercio al por menor de la Comisión señalaron algunas mejoras en ese trimestre. En enero del 2007, ambas encuestas apuntan a nuevas mejoras del empleo en la industria en el cuarto trimestre. En cuanto a los servicios, las expectativas de empleo de la Comisión empeoraron ligeramente en enero, mientras que el indicador de empleo del índice de directores de compras se fortaleció de forma moderada.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos e indicadores disponibles están en consonancia con el sólido y sostenido crecimiento registrado en la zona del euro en el último trimestre del 2006. Sin embargo, la valoración sobre el crecimiento en torno al final del año se encuentra sujeta a un grado relativamente elevado de incertidumbre relacionado con los posibles efectos del aumento del IVA en Alemania, que probablemente provoque cierta volatilidad en el patrón de crecimiento de la zona del euro durante ese período. Más allá del muy corto plazo, se dan las condiciones económicas necesarias para que se mantenga el vigoroso ritmo de crecimiento en la zona del euro. Los últimos resultados de la encuesta de expertos en previsión económica del BCE también apoyan esta opinión, pues muestran una ligera revisión al alza en la previsión de crecimiento del PIB, hasta situarlo en el 2,1% tanto en el 2007 como en el 2008 (véase recuadro 4). Los riesgos para estas favorables perspectivas de crecimiento parecen estar equilibrados en el corto plazo. Sin embargo, a horizontes más largos, predominan los riesgos a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con un posible aumento de las presiones proteccionistas, una nueva y significativa subida de los precios del petróleo y una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En el período de tres meses transcurrido hasta enero del 2007 el euro se apreció en términos efectivos nominales. La moneda única se fortaleció frente a la mayoría de las principales monedas del mundo, pero se depreció frente a la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

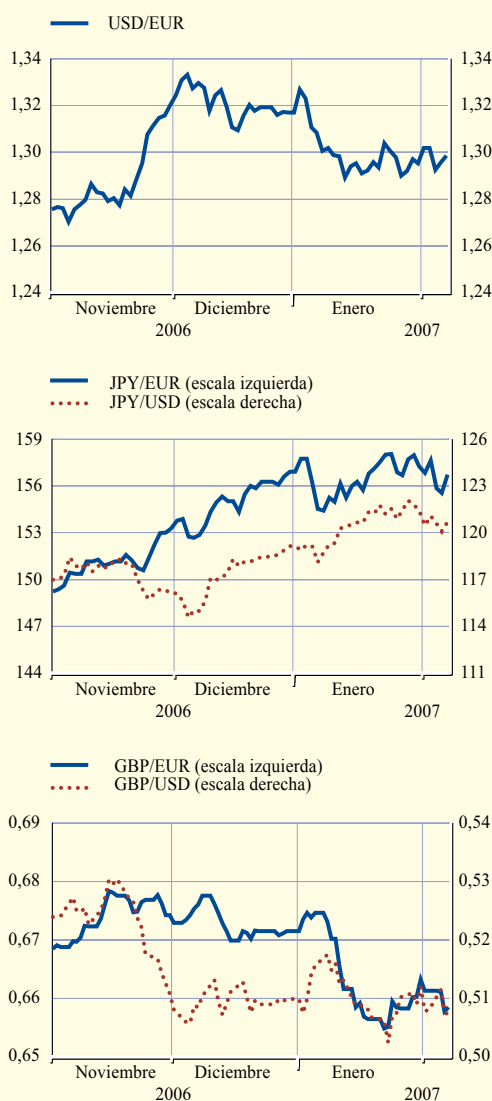
En los tres últimos meses el euro se ha apreciado en general frente al dólar estadounidense (véase gráfico 27). No obstante, esta apreciación tiene totalmente su origen en la fortaleza que mostró el euro en noviembre del 2006 (cuando alcanzó niveles observados por última vez a finales del 2004) por la reacción de los participantes en el mercado ante la evidente moderación de la actividad económica en Estados Unidos y las favorables perspectivas de la zona del euro. Desde la primera semana de diciembre del 2006, el euro ha tendido a depreciarse y esta tendencia se ha acentuado a lo largo del mes de enero. En esta evolución podría haber influido la reacción de los mercados ante la información más positiva respecto a la actividad económica en Estados Unidos, incluido un repunte del mercado de la vivienda. La evolución de los precios de los derivados en divisas en los dos últimos meses ha sido coherente con la caída de las expectativas de una nueva apreciación del euro a corto plazo. El 7 de febrero, el euro cotizaba a 1,30 dólares, es decir, un 2,3% por encima del nivel de finales de octubre y un 3,4% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 27).

YEN JAPONÉS/EURO

Con la excepción del breve repunte observado en la primera semana de enero del 2007, el euro siguió apreciándose frente al yen japonés por tercer mes consecutivo. Esta tendencia mostró ciertos signos de estabilización en la primera semana de febrero. La debilidad del yen continúa estando asociada, en gran parte, a las expectativas de los mercados respecto al rumbo de la política monetaria en Japón. Sin embargo, la depreciación del yen en enero vino acompañada de una evolución de los precios de las opciones en divisas que apunta a expectativas más firmes de un fortalecimiento de la moneda japonesa frente al euro en el corto plazo. El 7 de febrero, el euro cotizaba a 156,74 yenes, es decir, un 4,8% por encima del nivel de finales de octubre y en torno a un 7% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 27).

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

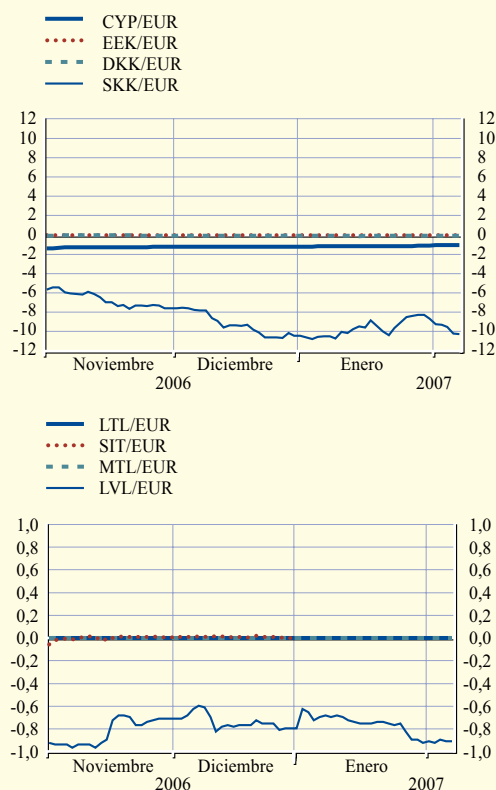
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

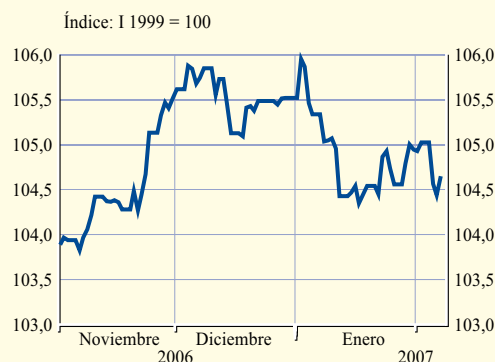


Fuente: BCE.

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

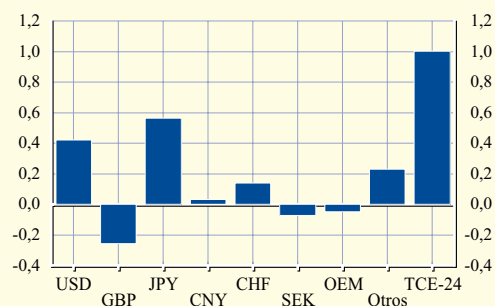
Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 31 de octubre de 2006 al 7 de febrero de 2007
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de octubre del 2006, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 28). La corona eslovaca atravesó una fase de acusado fortalecimiento hasta la última semana de diciembre, cuando el Národná banka Slovenska intervino en el mercado de divisas. A partir de ese momento, la corona se depreció primero en enero en torno a un 2% frente al euro y, posteriormente, volvió a apreciarse hasta casi alcanzar los niveles observados a principios de enero. El 7 de febrero, cotizaba un 10% por encima de su paridad central en el MTC II. Durante el mismo periodo el euro se depreció alrededor de un 1% frente a la corona sueca y un 1,5% frente a la libra esterlina, cotizando a 0,66 libras el 7 de febrero, es decir, un 3,5% por debajo de la media del 2006. La evolución del tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina parece tener relación con las expectativas de los participantes en los mercados respecto a

un aumento del diferencial de tipos de interés que favorecería a los activos denominados en libras. Esas expectativas podrían haberse visto respaldadas por la decisión del Banco de Inglaterra de elevar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,25%. En cuanto a las monedas de los otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, desde finales de octubre del 2006, el euro se depreció frente al leu rumano (en torno a un 4,5%) y frente al forint húngaro (2,7%), y se mantuvo prácticamente estable frente a la corona checa y el zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de octubre y el 7 de febrero el euro se apreció frente a la mayoría de las otras monedas. La apreciación fue de más del 7% frente al dólar canadiense, de alrededor de un 1,5% frente al franco suizo y de medio punto porcentual frente al renminbi chino. Por el contrario, se depreció casi un 3% frente a la corona noruega.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 7 de febrero, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba algo menos de un 1% por encima del nivel registrado a finales de octubre y un 1% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 29). En el recuadro 6 se presentan los indicadores armonizados de competitividad de cada uno de los países que integran la zona del euro; estos indicadores ofrecen una medida comparable de la competitividad, coherente con el tipo de cambio efectivo real del euro.

Recuadro 6

INTRODUCCIÓN DE LOS INDICADORES ARMONIZADOS DE COMPETITIVIDAD DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Una evaluación de la competitividad internacional, en términos de precios y costes, de cada uno de los países que integran la zona del euro debería ayudarnos a entender mejor el entorno macroeconómico de la propia zona a nivel agregado y de los diferentes Estados miembros. A tal efecto, el Eurosistema ha comenzado a publicar recientemente, de forma periódica, los indicadores armonizados de competitividad (IAC)¹ a fin de proporcionar una medida comparable de la competitividad en términos de precios de los países de la zona del euro que sea también coherente con los tipos de cambio efectivos reales (TCER) de la moneda única. Los IAC actuales se basan en los índices de precios de consumo y se elaboran con la misma metodología y a partir de las mismas fuentes de información que los TCER del euro. Estos indicadores complementan a otros indicadores de competitividad publicados por algunos BCN del Eurosistema, que pueden seguir metodologías diferentes y que, en algunas ocasiones, utilizan distintas medidas de costes y precios para tener en cuenta las circunstancias específicas de sus países.

Los IAC se calculan a partir de medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de los socios comerciales de cada uno de los países de la zona del euro. De momento, se deflactan sólo por los índices de precios de consumo desestacionalizados (IAPC para los países europeos, IPC con todos los componentes para todos los demás socios comerciales)². Las ponderaciones se basan en datos bilaterales del comercio de bienes manufacturados (es decir, excluidos la agricultura, las materias primas y los productos

1 Los IAC basados en índices de precios de consumo los publican simultáneamente el BCE y los BCN del Eurosistema en sus respectivas direcciones en Internet. Véase http://www.ecb.int/stats/exchange/hci/html/hci_2006-12.en.html.

2 El Eurosistema está investigando la posibilidad de utilizar además otros deflatores. Para la zona del euro en su conjunto, también se calculan medidas de los tipos de cambio efectivos reales utilizando el deflactor del PIB, el IPRI, o medidas de los costes laborales unitarios.

energéticos). Las exportaciones tienen una doble ponderación para tener en cuenta también los «efectos de terceros mercados», es decir, para captar la competencia a la que tienen que hacer frente en los mercados exteriores tanto de los productores internos como de los exportadores de terceros países. Para cada país de la zona del euro, el grupo de socios comerciales comprende los otros países de la zona más los mismos 44 socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro, que se utilizan para calcular el TCR del euro³.

Al comparar la evolución de los IAC de los distintos países de la zona del euro entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre del 2006, se observa que la mayoría de los países registraron un aumento de sus IAC, lo que indica un deterioro de su competitividad en términos de precios (véase el cuadro). No es un hecho sorprendente, ya que la medida correspondiente del TCER del euro se apreció un 4,3% durante ese período. No obstante, el cuadro muestra también que las variaciones de los IAC difieren notablemente de un país a otro. En un extremo del espectro se sitúan Alemania, Austria y Finlandia, que experimentaron un moderado descenso de sus IAC, lo que indica una mejora de su competitividad en términos de precios, mientras que en el otro extremo se sitúan Irlanda y España que registraron aumentos de sus IAC especialmente pronunciados.

Evolución de los IAC basados en índices de precios de consumo en la zona del euro

(tasas de variación interanual; en porcentajes)

	Variación del IAC I 1999 - IV 2006 ¹⁾	Inflación media interanual medida por el IAPC (1999-2006)	Participación en el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro ³⁾
Bélgica	2,5	2,0	45,9
Alemania	-2,7	1,5	57,6
Irlanda	17,0	3,4	67,7
Grecia	4,0	3,2	43,8
España	11,2	3,2	37,5
Francia	0,8	1,8	46,9
Italia	4,3	2,3	48,2
Luxemburgo	8,5	2,7	39,2
Países Bajos	6,9	2,5	52,0
Austria	-2,0	1,7	38,9
Portugal	7,5	3,0	30,9
Eslovenia	1,1	5,7	36,4
Finlandia	-2,7	1,5	60,0
<i>Zona del euro</i> ²⁾	<i>4,3</i>	<i>2,0</i>	

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea (base de datos Ameco) y cálculos del BCE.

1) Una cifra negativa (positiva) significa un aumento (descenso) de la competitividad en términos de precios.

2) En la primera columna, la cifra correspondiente a la zona del euro se refiere a TCER del euro basado en índices de precios de consumo. En la segunda columna, la tasa de inflación de la zona del euro, medida por el IAPC, se refiere a los países que formaban parte de la zona del euro antes del 2007.

3) La participación en el comercio se mide en términos globales, incluidos los efectos de terceros mercados.

La divergencia en las variaciones de los IAC entre unos países y otros podría deberse a la diferente evolución de los precios, así como a la distinta especialización en el comercio exterior. En el cuadro se indica que la persistencia de los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro tuvo un impacto significativo en la divergente evolución de los IAC. Los países en los que se observa una mejora de la competitividad en términos de precios desde 1999 son los que registraron también las tasas de inflación (medida por el IAPC) más bajas durante ese período, mientras que en Irlanda, Grecia, España y Portugal la inflación ha sobrepasado con mucho la media de la zona del euro⁴. La estructura del comercio exterior

3 Para más detalles sobre la metodología, véase <http://www.ecb.int/stats/exchange/hci/html/index.en.html>. Los índices del tipo de cambio efectivo del euro que calcula el BCE se han ajustado para tener en cuenta la adopción del euro por parte de Eslovenia el 1 de enero de 2007. Se ha excluido a Eslovenia del grupo de socios comerciales de la zona y, al mismo tiempo, se ha ampliado la lista de socios comerciales TCE-42 para incluir a Chile, Venezuela e Islandia. Como resultado, el índice del TCE del euro más amplio se calcula ahora frente a 44 socios comerciales (TCE-44).

4 Eslovenia se incorporó a la zona del euro el 1 de enero de 2007. El país registró tasas de inflación más bien elevadas a principios del período de referencia que, no obstante, se compensaron en gran medida en el tipo de cambio real con la evolución del tipo de cambio nominal del dólar frente al euro.

específica de cada país determina la relevancia, tanto de las variaciones de los precios de consumo extranjeros como de la evolución del tipo de cambio. Respecto a esta última, el grado en que una variación del tipo de cambio del euro afecta al IAC de un país concreto de la zona guarda una estrecha relación con la exposición del país en cuestión al comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. El porcentaje del comercio internacional total que representa el comercio con países no pertenecientes a la zona se sitúa en el nivel más bajo en el caso de Portugal (31%) y en el más alto en el caso de Irlanda (casi el 68%). Además, la distribución geográfica de los intercambios comerciales de cada país miembro de la zona del euro con países no pertenecientes a la zona también afecta a la evolución de los IAC. Por ejemplo, la apreciación del euro frente al dólar estadounidense en los dos últimos años ha tenido un impacto más bien fuerte sobre el IAC de Irlanda porque una proporción relativamente grande de los intercambios comerciales de este país se realizan con Estados Unidos.

Los IAC actualmente disponibles podrían facilitar una evaluación más exacta de la situación económica —en particular del sector exterior— de todos los países de la zona del euro y, por ende, de la zona en su conjunto. En una unión monetaria, en la que las autoridades nacionales ya no tienen la posibilidad de utilizar el tipo de cambio nominal de su moneda para compensar las pérdidas de competitividad, sigue revistiendo particular importancia analizar atentamente la evolución de los indicadores de competitividad. En última instancia, las pérdidas persistentes de competitividad en términos de precios podrían ser indicativas de la existencia de trabas asociadas a rigideces estructurales de los mecanismos de fijación de precios y salarios y/o de una falta de competencia, lo que a su vez exigiría actuar con decisión en estas materias.

Al mismo tiempo, hay que señalar que las variaciones de los indicadores de competitividad no deben interpretarse de forma aislada. La existencia de un cierto grado de diversidad es un fenómeno natural en cualquier área monetaria de las dimensiones de la zona del euro. Por ejemplo, podría justificarse cierta divergencia en la medida en que sea consecuencia de procesos de convergencia a más largo plazo o de ajustes del equilibrio entre precios y costes para hacer frente a perturbaciones idiosincrásicas⁵. No obstante, los movimientos de estos indicadores también parecen reflejar una dispersión sostenida de la evolución de los salarios en la zona del euro, mientras que las diferencias en el crecimiento de la productividad del trabajo entre los países de la zona son menores. Todo ello guarda relación, en parte, con los componentes inerciales de las normas de fijación de salarios, como los derivados de las cláusulas de indicación automática de salarios y precios, que todavía se aplican en algunos países de la zona del euro. Examinando con más detalle los grupos de productos, se observa que se ha producido un grado de dispersión en la evolución de los precios relativamente mayor en el sector de servicios al consumidor, debido con toda probabilidad a la dispersión que muestra la evolución de los salarios en ese sector. En futuras ampliaciones de este conjunto de IAC sería útil comparar el conjunto actual, basado en la evolución de los precios de consumo, con indicadores basados en deflatores que incluyan menos productos y servicios no comerciados, que podrían tener una relación más estrecha con la competitividad del sector exterior de los respectivos países.

5 Véase un análisis exhaustivo de los diferenciales de inflación en el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2005.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2006 Oct	2006 Nov	2006 Feb	2006 May	2006 Ago	2006 Nov	2005 Nov	2006 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,8	-2,0	-2,1	-4,2	-3,2	0,7	5,6	-26,4
Bienes	3,7	7,0	1,4	1,5	0,3	4,9	53,5	24,4
Exportaciones	119,0	122,3	109,9	112,9	114,5	120,4	1.207,7	1.372,7
Importaciones	115,3	115,3	108,4	111,3	114,2	115,5	1.154,2	1.348,3
Servicios	2,6	2,4	3,6	2,9	2,7	2,9	34,3	36,2
Exportaciones	35,3	36,0	35,1	35,1	35,6	35,7	395,8	424,9
Importaciones	32,7	33,6	31,6	32,2	32,9	32,9	361,4	388,7
Rentas	3,4	-2,5	-1,8	-2,6	-0,7	0,8	-15,5	-12,6
Transferencias corrientes	-7,9	-9,0	-5,3	-6,0	-5,6	-7,9	-66,7	-74,4
Cuenta financiera ¹⁾	-4,3	-17,7	-4,9	32,9	2,3	7,4	68,9	113,3
Total inversiones directas y de cartera netas	7,2	33,5	-21,7	23,1	6,2	19,2	15,8	80,7
Inversiones directas netas	-15,3	-11,6	-16,3	-0,4	-9,7	-18,0	-180,4	-133,4
Inversiones de cartera netas	22,5	45,1	-5,3	23,6	15,9	37,3	196,2	214,1
Acciones y participaciones	10,1	21,0	10,5	5,0	26,6	17,1	157,7	177,5
Valores distintos de acciones	12,4	24,1	-15,8	18,6	-10,8	20,2	38,5	36,6
Bonos y obligaciones	8,6	16,6	-14,8	24,4	-0,4	16,6	-1,3	77,2
Instrumentos del mercado monetario	3,8	7,5	-1,0	-5,8	-10,3	3,6	39,8	-40,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-1,0	2,6	3,9	2,1	1,4	4,0	8,4	12,1
Importaciones	-0,1	0,6	4,1	2,5	2,4	0,9	12,7	14,6
Bienes								
Exportaciones	-0,7	2,8	4,9	2,7	1,4	5,2	8,0	13,7
Importaciones	-0,5	0,0	5,2	2,7	2,6	1,1	13,8	16,8
Servicios								
Exportaciones	-1,8	2,1	0,8	0,0	1,4	0,3	9,5	7,4
Importaciones	1,1	2,8	0,6	2,0	2,1	-0,1	9,5	7,5

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta noviembre del 2006 registró un déficit del 0,3% del PIB, frente al superávit contabilizado un año antes, debido principalmente al descenso del superávit de bienes. No obstante, las medias móviles de tres meses hasta noviembre del 2006 sugieren que la caída del superávit comercial podría haber llegado a su fin en un entorno de sólido crecimiento de las exportaciones. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas acumuladas por importe de 80,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2006, frente a las entradas netas de 15,8 mm de euros contabilizadas un año antes. Este aumento fue consecuencia de una caída de las salidas netas de inversiones directas y de un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes de balanza de pagos indican que la media de tres meses de las exportaciones nominales (desestacionalizadas) de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro creció un 4% en noviembre, lo que demuestra una aceleración del crecimiento en comparación con la evolución observada en agosto del 2006 (cuadro 8). El repunte de las exportaciones es atribuible, principalmente, al

sólido crecimiento del comercio de bienes, ya que las exportaciones nominales de bienes aumentaron un 5,2%, mientras que las de servicios continuaron siendo moderadas, aumentando solo un 3%.

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

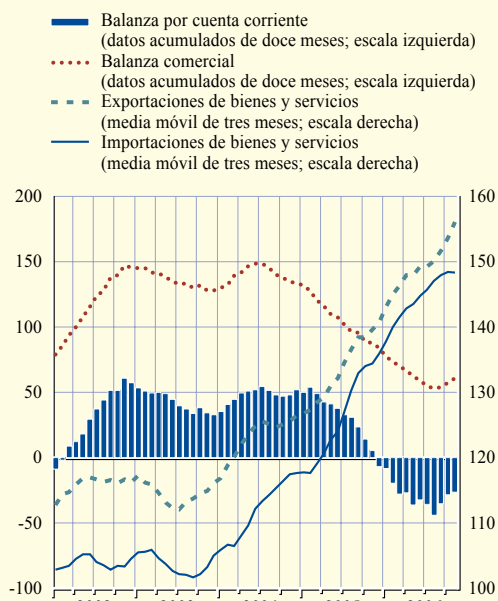
Por lo que se refiere a las importaciones, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes y servicios fue inferior al 1% en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre del 2006, debido principalmente a la notable caída de los precios del petróleo desde septiembre de ese mismo año. La moderación del crecimiento de las importaciones reflejó, fundamentalmente, la evolución del comercio de bienes (las importaciones de bienes crecieron un 1,1%).

Por lo que respecta a la desagregación de las importaciones de bienes por volúmenes y precios, las importaciones reales de bienes experimentaron un vigoroso crecimiento, de alrededor de un 2,5%, en los tres meses transcurridos hasta septiembre del 2006. Al parecer, las importaciones reales fueron respaldadas por el sólido crecimiento sostenido de la demanda interna de la zona del euro. Los efectos retardados de la apreciación del euro desde el comienzo del año también podrían haber estimulado las importaciones. En cuanto a la composición por productos, las importaciones reales de bienes intermedios registraron el crecimiento más sólido en el tercer trimestre, lo que podría indicar que la vigorosa actividad exportadora también podría haber estimulado las importaciones, dado el alto contenido de las exportaciones en consumos intermedios importados.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta noviembre del 2006 registró un déficit de 26,4 mm de euros. El cambio de signo con respecto al superávit de 5,6 mm de euros contabilizado un año antes es atribuible, fundamentalmente, a la caída de 29,1 mm de euros que experimentó el superávit de la balanza de bienes que, a su vez, es resultado en gran medida de la subida, en promedio, de los precios de importación del petróleo y de otras materias primas en el 2006 (gráfico 30). No obstante, la vigorosa expansión de las exportaciones y la moderación de las importaciones de bienes y servicios observadas en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre del 2006 sugieren que la reducción del superávit comercial y, por consiguiente, el aumento del déficit por cuenta corriente podrían haber tocado fondo.

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

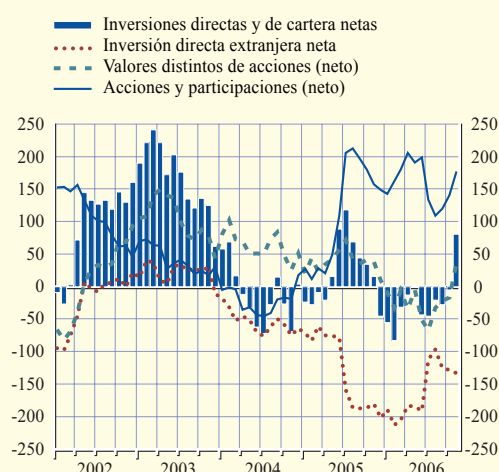
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

La desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses hasta el tercer trimestre del 2006 muestra, en comparación con el mismo período del año anterior, que el superávit de la balanza de bienes se incrementó, en particular, frente a los nuevos Estados miembros de la UE y frente a Estados Unidos, mientras que el déficit frente al grupo de «otros países» (es decir, todos los países, salvo Suiza, que no pertenecen a la Unión Europea o al G7) aumentó notablemente. En conjunto, el cambio de signo de la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta el tercer trimestre del 2006 (de un superávit de 23,1 mm de euros en el mismo período del año anterior a un déficit de 36 mm de euros) tuvo su origen, fundamentalmente, en un incremento del déficit frente al grupo de «otros países», en particular, frente a los países exportadores de petróleo.

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio,

entradas netas mensuales de 19,2 mm de euros, como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera (37,3 mm de euros), que compensaron con creces las salidas netas de inversiones directas (18 mm de euros). Las inversiones de cartera registraron entradas netas en sus tres componentes principales: acciones y participaciones, renta fija e instrumentos del mercado monetario (cuadro 8).

En el período de doce meses que finalizó en noviembre del 2006, las entradas netas acumuladas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 80,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 15,8 mm de euros contabilizadas un año antes. El aumento refleja una caída de las salidas netas de inversiones directas y un aumento de las entradas netas de acciones y participaciones y de instrumentos de renta a largo plazo fija (gráfico 31), que estuvieron determinados, fundamentalmente, por las favorables perspectivas económicas de la zona del euro.

La desagregación geográfica de la cuenta financiera de la zona del euro indica que, en el período de doce meses que finalizó en septiembre del 2006, en comparación con el mismo período del año anterior, aumentaron las inversiones directas en la zona del euro, especialmente las provenientes del Reino Unido, Estados Unidos y los centros financieros extraterritoriales; al mismo tiempo, también se incrementaron las inversiones directas de la zona del euro en Estados Unidos. En cuanto a las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior, el aumento más significativo se registró en los valores de renta variable emitidos por Estados Unidos y por los centros financieros extraterritoriales.

ARTÍCULOS

DESAFÍOS PARA LA SOSTENIBILIDAD FISCAL EN LA ZONA DEL EURO



La sostenibilidad fiscal es un requisito imprescindible para la estabilidad, el crecimiento y la cohesión en una unión monetaria. Las políticas fiscales han de garantizar la viabilidad de las finanzas públicas mediante una situación saneada en materia de déficit y deuda, sustentada por unas sólidas perspectivas de crecimiento y unos sistemas de seguridad social viables. Además, las políticas fiscales deben reducir al mínimo otros riesgos para la sostenibilidad que puedan derivarse de sus relaciones con los desequilibrios internos y externos. Las disposiciones contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado respaldan un enfoque exhaustivo de la sostenibilidad fiscal dentro del marco fiscal de la UE. A la vista de estas consideraciones, resulta crucial aplicar dicho Pacto de forma rigurosa, en particular en lo que se refiere al procedimiento del déficit excesivo, y avanzar con más determinación en el proceso de reforma y consolidación presupuestaria.

I INTRODUCCIÓN

La sostenibilidad fiscal es un requisito previo para la estabilidad y el crecimiento. La percepción de que las finanzas públicas se encaminan por una senda insostenible que implica un deterioro persistente de aquellas crearía incertidumbre en la economía y llevaría a que los agentes económicos tomasen en consideración sus posibles consecuencias, es decir, la adopción de medidas de política económica que implicasen un ajuste brusco, o reacciones perturbadoras por parte de los mercados. Además, el aumento de la incertidumbre podría traducirse en una tendencia hacia los contratos a plazo más corto y podría reducir el bienestar, en la medida en que los agentes aversos al riesgo dedicarían más recursos a protegerse frente a esa incertidumbre.

Esas inquietudes revisten aún más importancia en una unión monetaria. En un entorno de esta naturaleza, las autoridades económicas nacionales pueden sentirse inclinadas a incurrir en déficit presupuestarios de mayor magnitud, dado que las señales que se transmiten a través del tipo de cambio se han eliminado y las provenientes de las primas de riesgo de los tipos de interés pueden verse silenciadas. Una situación presupuestaria insostenible acentúa el riesgo de que las políticas nacionales se orienten cada vez más hacia objetivos internos de corto plazo, que pueden apartarse de los objetivos comunes de la unión monetaria, o incluso actuar en su contra. Por ejemplo, los países que experimenten problemas presupuestarios cada vez más graves podrían inclinarse por aplicar de forma laxa las normas fiscales de la UE, lo que a su vez, con el paso del tiempo, terminaría por erosionar la

confianza del público en la ejecución de políticas económicas sensatas. Además, los objetivos de las políticas nacionales podrían entrar en conflicto con los del banco central en lo tocante a la necesidad de preservar la estabilidad de precios, lo que socavaría la cohesión. El marco institucional de la UEM, plasmado en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (el «Tratado»), en particular la independencia del banco central (artículo 108 del Tratado) y la cláusula de no corresponsabilidad financiera (artículo 103 del Tratado), garantiza que las políticas fiscales irresponsables en un país no socaven la estabilidad de la unión¹. Además de estas disposiciones, la prudencia exige un seguimiento atento de los acontecimientos que puedan afectar a la sostenibilidad en los Estados miembros, de modo que se pueda hacer frente oportunamente a los riesgos que se detecten.

Al analizar la sostenibilidad fiscal es necesario considerar las posibles relaciones entre las políticas fiscales y los desequilibrios, tanto internos como externos, además de los parámetros habituales, es decir, los saldos fiscales y la deuda pública, así como el crecimiento del PIB y los tipos de interés. Los desequilibrios internos, como lo evidencian las amplias oscilaciones de los precios de los activos y los ciclos de expansión y recesión del crecimiento del producto, por ejemplo, pueden aumentar el riesgo de que las políticas fiscales se tornen (involuntariamente) procíclicas, y la corrección de dichos desequilibrios puede traer consigo una intensificación de las tensiones fiscales. Ade-

¹ Véase el artículo titulado «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2003.

más, los desequilibrios externos —que también reflejan desequilibrios internos— pueden socavar el crecimiento y la sostenibilidad fiscal al provocar correcciones del comportamiento de los hogares y del sector empresas.

En el marco de la UE para la coordinación de las políticas, se tiene en cuenta la necesidad de contar con un mecanismo institucional para contrarrestar los riesgos que amenazan la sostenibilidad fiscal en la UEM. Por lo que respecta a las políticas económicas, las Orientaciones generales de política económica representan un instrumento primordial para la coordinación de la orientación general de las políticas, así como de las recomendaciones específicas. En materia presupuestaria, el marco que ofrece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que combina el requisito de disciplina fiscal con incentivos para la puesta en marcha de reformas estructurales, facilita un enfoque exhaustivo en la aplicación de políticas económicas y fiscales sensatas. No obstante, persisten los desafíos y ahora resulta esencial velar para que dicho Pacto se aplique de forma rigurosa y coherente.

En el presente artículo se examinan los desafíos para la sostenibilidad fiscal que tienen su origen en determinantes convencionales, así como los resultados de la relación entre las políticas fiscales nacionales y los desequilibrios internos y externos. En la sección 2 se analiza la sostenibilidad fiscal en general y se pasa revista también a las consecuencias de los desequilibrios. En la sección 3 se considera la experiencia de la zona del euro en su conjunto y la de los países que la integran con respecto

a las variables clave. La sección 4 se concentra en las medidas de política necesarias para garantizar la sostenibilidad fiscal, mientras que en la sección 5 se explica en detalle cómo contribuye el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado a la adopción de políticas orientadas a la sostenibilidad. En la última sección se presentan las conclusiones y una panorámica de los requisitos actuales en materia de política en la zona del euro².

2 SOSTENIBILIDAD FISCAL

CONCEPTO Y FACTORES DETERMINANTES DE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

La sostenibilidad fiscal se define, en general, como la capacidad de un Gobierno para hacer frente al servicio de la deuda a lo largo del tiempo. Desde el punto de vista técnico, la sostenibilidad exige que las políticas que aplique un Gobierno en la actualidad satisfagan la restricción presupuestaria intertemporal, es decir, la necesidad de que el valor presente descontado de los futuros saldos primarios (el saldo presupuestario excluidos los pagos de intereses) sea igual al saldo vivo de la deuda (véase el recuadro). Por consiguiente, si el diferencial entre el tipo medio de interés y el crecimiento económico es positivo, ello significa que, *ceteris paribus*, cuanto más alto sea el nivel de deuda vida, mayores habrán de ser los superávit primarios futuros necesarios para garantizar la sostenibilidad fiscal.

2 Los datos que se presentan en este artículo se refieren a la zona del euro, excluida Eslovenia.

Recuadro I

MARCO TEÓRICO DE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

En el presente recuadro se describen las condiciones formales necesarias para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Como se indica a continuación, los principales componentes son el volumen de deuda, el saldo primario, el tipo de interés y el crecimiento económico. Este análisis formal confirma la importancia de que la deuda y el déficit sean bajos, las condiciones monetarias estables y las tasas de crecimiento elevadas, como se explica desde una perspectiva más orientada a las políticas en el texto principal del artículo.

El análisis teórico de la sostenibilidad fiscal parte de la restricción presupuestaria del Gobierno en un período dado. La variación de la deuda pública nominal (B) entre un período y otro ($B_t - B_{t-1}$) viene indicada por la diferencia entre los pagos de intereses sobre la deuda pública viva del período anterior ($r_t B_{t-1}$) y el saldo presupuestario primario (D_t), siendo r el tipo medio de interés nominal y el saldo primario la diferencia entre los ingresos públicos y el gasto excluidos intereses, de modo que:

$$B_t - B_{t-1} = r_t B_{t-1} - D_t \quad [1]$$

En una economía en la que el PIB nominal (Y) aumenta a una tasa de g , (es decir, en la que $(Y_t = (1 + g_t) Y_{t-1})$), la restricción presupuestaria del Gobierno [1] puede expresarse dividiendo sus elementos por el PIB nominal:

$$b_t = \frac{1+r}{1+g} b_{t-1} - d_t, \quad [2]$$

siendo $b_t = \frac{B_t}{Y_t}$ y $d_t = \frac{D_t}{Y_t}$, y suponiendo que tanto el tipo de interés nominal como la tasa de crecimiento del PIB nominal se mantienen constantes en el tiempo.

En la ecuación [2] se observa que la evolución de la deuda como porcentaje del PIB depende de tres factores, a saber, la ratio del saldo presupuestario primario (d_t), la herencia de políticas fiscales anteriores que hayan dado lugar a financiación mediante deuda (b_{t-1}) y la ratio entre el tipo de interés nominal y el crecimiento del PIB nominal $\left(\frac{1+r}{1+g}\right)$. Si el tipo de interés nominal es más alto que la tasa de crecimiento del PIB nominal, es necesario obtener un superávit presupuestario para mantener la ratio de deuda pública en su nivel actual.

Este resultado puede ampliarse a horizontes temporales más amplios. Reordenando la ecuación [2] y proyectando b_t hacia adelante hasta el año $T-1$, se puede calcular la restricción presupuestaria intertemporal del Gobierno desde el año 0 hasta el año T :

$$b_{-1} = \frac{1+g}{1+r} d_0 + \dots + \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{T+1} d_T + \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{T+1} b_T \quad [3]$$

En un horizonte infinito, la ecuación [3] arroja el siguiente resultado:

$$b_{-1} = \sum_{i=0}^{+\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{i+1} d_i + \lim_{T \rightarrow +\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{T+1} b_T \quad [4]$$

El volumen de deuda heredado del período anterior ha de ser igual al valor presente descontado del flujo de saldos primarios futuros más el valor descontado de la deuda en el período final. Aplicando la llamada condición no-Ponzi, puede suponerse que la deuda pública en el futuro infinito será igual a cero. Esto es así porque los agentes racionales sólo mantendrán en sus carteras deuda pública si pueden esperar que el Gobierno la amortice al menos a muy largo plazo. Así pues, la sostenibilidad fiscal puede definirse como sigue:

$$b_{-1} = \sum_{i=0}^{+\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{i+1} d_i \quad [5]$$

Esta ecuación indica que una política fiscal dada es sostenible si el valor presente descontado de los superávits presupuestarios primarios es igual al nivel actual de deuda pública. En otras palabras, siempre que haya deuda pública en circulación, el Gobierno tendrá que obtener superávit presupuestarios primarios en el futuro para que las finanzas públicas sean sostenibles.

Sin embargo, a efectos prácticos, este concepto de sostenibilidad fiscal presenta varias deficiencias. La más destacable es que el concepto teórico de horizonte infinito permitiría niveles muy elevados de deuda pública en un momento dado, con el único requisito de que, en el futuro, los superávits primarios fuesen suficientemente abultados para cubrirlos. De la misma manera, este concepto permitiría, además, contraer déficit primarios muy grandes en el corto plazo, a condición de que vinieran seguidos de superávit primarios en un futuro más lejano. La incertidumbre respecto a la evolución de la economía y de las políticas a muy largo plazo exige ajustar el concepto teórico a efectos prácticos.

Para hacer frente a los problemas mencionados, el marco temporal de los análisis de sostenibilidad en la práctica se limita generalmente a un horizonte finito de unos 20 o 50 años, por ejemplo. A continuación, se supone que la sostenibilidad fiscal queda garantizada mientras la ratio de deuda con respecto al PIB se mantenga por debajo de un umbral dado. Así pues, tomando el nivel actual de deuda como punto de partida, un análisis típico de sostenibilidad fiscal proyectaría la evolución de dicha ratio durante el período de referencia, aplicando

supuestos relativos a los tipos de interés y a las tasas de crecimiento del PIB, así como al superávit primario. Si la ratio de deuda proyectada sobrepasa un cierto umbral, se consideraría que ésta sería cada vez más insostenible y requeriría modificar las políticas.

La importancia de la tasa de crecimiento de la economía tiene su origen en el hecho de que la sostenibilidad de la deuda se mide en relación con el producto como aproximación a la base impositiva de los futuros ingresos. Un crecimiento más elevado contribuye a que el valor de la deuda se reduzca más rápidamente en relación con el producto. Por ejemplo, ello se refleja en los valores de referencia que el Tratado de Maastricht establece para el déficit público: con un crecimiento del nominal PIB del 5% (3% en términos reales, más 2% de inflación), un déficit público equivalente al 3% del PIB estabilizaría la ratio de deuda en el 60% del PIB. Concretamente, si al principio la ratio de deuda sobrepasase ese nivel, un déficit público equivalente al 3% del PIB se traduciría en un descenso de dicha ratio, que progresivamente se reduciría hasta el nivel de referencia. Con un nivel de deuda del 60% del PIB, el impacto de un déficit público del orden del 3% del PIB sobre la ratio de deuda simple-

mente compensaría el descenso de dicha ratio resultante del crecimiento nominal del PIB, con lo que aquella se mantendría constante.

Por el contrario, con un crecimiento nominal del PIB del 3% —proyección que, a plazo medio, podría resultar más realista para algunos países de la zona del euro—, el impacto positivo del crecimiento nominal sobre la ratio de deuda es mucho menor. Por lo tanto, si el déficit se mantuviera constante en promedio en un 3%, la ratio de deuda se aproximaría progresivamente al 100% del PIB, cifra mucho menos segura que el valor de referencia que establece el Tratado de Maastricht.

El concepto de deuda pública empleado en el análisis de sostenibilidad tiene que ser exhaustivo. El enfoque teórico se basa en la deuda pública en términos netos, es decir, el saldo vivo de los pasivos brutos menos los activos del sector público. Sin embargo, en la práctica, la mayoría de los activos públicos son muy difíciles de cuantificar, ya que no existe un mercado líquido para una gran proporción de dichos activos y las estimaciones de los precios son inciertas.

En cuanto a las dimensiones, el impacto de las obligaciones implícitas del Gobierno es, para la mayoría de los países, de igual o incluso de mayor importancia. Básicamente, toda proyección de las obligaciones del Gobierno, para ser realista, ha de cubrir el nivel de deuda pública explícita viva, que se contrae normalmente en forma de contratos, como emisiones de obligaciones o créditos bancarios. También es necesario que incluya las obligaciones futuras que, con toda probabilidad, el Gobierno deberá cumplir en el marco de las políticas en vigor, aun cuando dichas obligaciones no estén respaldadas por contratos legalmente exigibles.

Entre esas obligaciones implícitas destacan las derivadas de los planes públicos de pensiones basados en sistemas de reparto en un entorno de envejecimiento de la población. Esos sistemas presuponen una promesa del Gobierno en el sentido de que pagará a los contribuyentes actuales pensiones que, a su vez, serán financiadas con las cotizaciones de las futuras generaciones. Si bien esas promesas son, en gran medida, imposibles de exigir en un

sentido legal, el sistema se basa en la confianza de los contribuyentes actuales en el hecho de que recibirán una pensión de jubilación financiada por las generaciones futuras. Así pues, en general, un Gobierno no incumplirá completamente sus obligaciones.

Como reflejo de este compromiso, uno de los temas más importantes que se están estudiando en la revisión en curso del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 es el registro estadístico de los pasivos implícitos en concepto de pensiones en un cuadro suplementario. El enfoque retrospectivo se centra en la contabilización de los derechos a percibir pensiones acumulados en el pasado y exige dar respuesta a cuestiones metodológicas y técnicas relacionadas con la cuantificación de los pasivos acumulados. Una situación similar se observa en lo relativo a los gastos en atención sanitaria y cuidados de larga duración. La hipótesis en que se basan las proyecciones de estos gastos es que las políticas actuales no variarán, aunque no exista ninguna obligación explícita por parte del Gobierno de garantizar que se mantendrán en el futuro los niveles actuales de atención médica y servicios sociales.

OTROS FACTORES DE RIESGO PARA LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

Al analizar la sostenibilidad fiscal es necesario tener en cuenta las relaciones que existen entre las políticas fiscales y los desequilibrios internos y externos. En primer lugar, una política fiscal inapropiada puede contribuir a la aparición o a la acumulación de desequilibrios internos y externos, cuya corrección podría, a su vez, socavar la sostenibilidad fiscal. En segundo lugar, en un contexto de lento crecimiento y escasa confianza tanto de los inversores como de los consumidores, una posición fiscal no saneada puede deteriorar aún más el clima económico y contribuir, por ende, a perpetuar las bajas tasas de crecimiento y los desequilibrios presupuestarios.

Por lo que respecta a la relación entre las políticas fiscales y la acumulación de desequilibrios, los responsables de la política fiscal se enfrentan al problema de identificar la situación cíclica de la

Algunos indicadores fiscales y macroeconómicos

	Deuda pública (porcentaje del PIB)	Déficit público (porcentaje del PIB)	Variación acumulada del índice de precios de consumo (porcentajes en relación con la zona del euro)	Variación acumulada de los costes laborales unitarios (total de la economía) (porcentajes en rela- ción con la zona del euro)	Saldos por cuenta corriente acumulados ¹⁾ (porcentaje del PIB)
	2006	2006	1999-2006	1999-2006	1999-2006
Bélgica ²⁾	89,4	-0,2	-0,4	-0,2	27,4
Alemania	67,8	-2,3	-4,4	-9,7	10,7
Irlanda	25,8	1,2	11,5	13,0	-6,2
Grecia ³⁾	104,8	-2,6	9,7	12,3	-45,4
España	39,7	1,5	9,0	9,9	-28,2
Francia	64,7	-2,7	-1,9	2,3	3,0
Italia	107,2	-4,7	2,3	9,2	-5,6
Luxemburgo ²⁾	7,4	-1,5	5,3	11,1	56,7
Países Bajos	50,5	0,0	3,7	5,9	37,5
Austria	62,1	-1,3	-2,8	-6,9	-1,6
Portugal	67,4	-4,6	7,7	16,5	-55,8
Finlandia	38,8	2,9	-3,9	-1,8	44,1
Zona del euro	69,5	-2,0			-0,4

Fuentes: BCE y Comisión Europea (Deuda pública y déficit presupuestario, proyección otoño 2006. Variación acumulada de los costes laborales unitarios, AMECO, equivalente a tiempo completo).

1) Para el 2006, datos hasta el tercer trimestre.

2) Los datos del saldo por cuenta corriente acumulado corresponden al período comprendido entre los años 2002 y 2006 (tercer trimestre).

3) Los datos sobre la variación acumulada de los costes laborales unitarios han de interpretarse con cautela. Otras estimaciones realizadas por el Banco de Grecia sugieren una variación acumulada del 19,5% en relación con la zona del euro.

economía en tiempo real. La identificación de un período de expansión (o de recesión) no sólo requiere estimaciones puntuales del crecimiento económico actual, sino también una estimación adecuada de la tasa de crecimiento tendencial. Como esta tasa puede variar con el tiempo, resulta difícil de estimar con certeza en tiempo real.

Concretamente, se ha argumentado en anteriores fases de expansión que el fuerte crecimiento observado en su momento no reflejaba la evolución cíclica, sino más bien un cambio al alza de la tasa de crecimiento tendencial. Suponiendo que una política fiscal neutral correspondiera a un presupuesto equilibrado cuando el producto crece a la tasa tendencial, en el caso de un crecimiento tendencial más elevado, un presupuesto equilibrado en términos ajustados del ciclo sería compatible con un saldo fiscal más bajo. Sin embargo, en el caso en que el crecimiento tendencial no varíe, ese saldo fiscal más bajo presupondría una orientación expansiva de la política fiscal. Así pues, las políticas fiscales contribuirían efectivamente al ralentamiento de la economía, que se reflejaría en desequilibrios internos o externos. Además, en pe-

ríodos de auge de la demanda y de elevado crecimiento de los precios de los activos, ciertos ingresos tributarios (como los impuestos sobre el patrimonio, el volumen de negocios y las plusvalías) tienden a crecer a un ritmo excepcionalmente rápido, es decir, su elasticidad respecto a su base impositiva concreta puede variar de forma procíclica. A su vez, un aumento de los ingresos tributarios permite incrementar el gasto público, lo que puede estimular la demanda y el crecimiento de los salarios sin que ello se traduzca en un deterioro de las ratios saldo fiscal/PIB en la fase ascendente del ciclo.

En general, la aplicación de políticas expansivas en tiempos de bonanza puede contribuir a la aparición y la persistencia de desequilibrios económicos reales. Como consecuencia, la posición fiscal al final de un período de expansión tiende a ser más débil de lo que podría calcularse basándose en las elasticidades de impuestos constantes y, por consiguiente, existe menos margen de manobra para hacer frente a las repercusiones de una desaceleración sin poner en peligro la sostenibilidad fiscal.

En cuanto al impacto de las políticas fiscales en un entorno de bajo crecimiento, un crecimiento económico lento y una situación de las finanzas públicas no saneada pueden reforzarse mutuamente creando un círculo vicioso. Un entorno de lento crecimiento, que podría ser consecuencia de un período anterior de auge insostenible, debilita la sostenibilidad fiscal, en particular cuando de entrada los desequilibrios fiscales son grandes. En lo tocante a los desequilibrios externos, si la corrección de los desequilibrios externos acumulados exige aumentar la competitividad en términos de precios, el proceso podría traer consigo, en general, una caída de la inflación (en comparación con la de los competidores), así como un crecimiento lento de los salarios y de la demanda interna si se descarta la posibilidad de modificaciones del tipo de cambio nominal. Ahora bien, todos estos factores tienden también a deteriorar los saldos fiscales, ya que se reducen los ingresos mientras que podrían aumentar el gasto en prestaciones por desempleo y otras transferencias sociales. Además, un ajuste de los precios de los activos internos en la fase descendente del ciclo desencadenará, probablemente, pérdidas de capital o efectos riqueza negativos, lo que dará lugar a nuevas sorpresas adversas por el lado de los ingresos, a tal punto que el saldo fiscal tenderá a experimentar un deterioro mayor de lo previsto basándose sólo en los efectos negativos por el lado de la demanda. Al mismo tiempo, la ratio de deuda pública tenderá a aumentar, ya que el denominador de la fracción crecerá más lentamente que antes.

En conjunto, los efectos combinados del aumento de los déficit y de la caída del crecimiento pueden dar lugar a un notable deterioro de la sostenibilidad fiscal cuando surgen desequilibrios internos o externos. Cuanto mayores sean esos desequilibrios, más graves serán las posibles repercusiones a través de estos cauces.

Al mismo tiempo, si la situación de las finanzas públicas no es saneada, existe el riesgo de un deterioro de la confianza económica. En presencia de grandes desequilibrios presupuestarios, los consumidores podrían preferir incrementar la parte de su renta actual que dedican al ahorro por motivo precaución que la parte que consumen. De la misma manera, las empresas podrían optar por apla-

zar sus decisiones de inversión en vista de la incertidumbre imperante respecto a posibles subidas de los impuestos. Como consecuencia, la falta de saneamiento de las finanzas públicas y las bajas tasas de crecimiento se refuerzan mutuamente, perpetuando la depresión y socavando aún más la sostenibilidad fiscal.

Como resultado de lo anterior, es necesario que para una evaluación exhaustiva de la sostenibilidad fiscal se tengan en cuenta las relaciones que existen entre la situación de las finanzas públicas y la evolución macroeconómica, de modo que se puedan detectar cuanto antes los posibles riesgos. Para los responsables de la política fiscal, estas consideraciones ponen de relieve la necesidad de adoptar políticas prudentes, en particular, durante las fases de expansión.

3 LA EXPERIENCIA DE LA UEM VARÍA DE UNOS PAÍSES A OTROS

Examinando la evolución a medio plazo de las finanzas públicas en la zona del euro se observa que la sostenibilidad fiscal no ha experimentado una mejora permanente desde el inicio de la UEM. La ratio de deuda se sitúa, en promedio, ligeramente por debajo del nivel de 1998 y, de hecho, la tendencia alcista mantenida durante tres años no se ha revertido hasta el 2006 (véanse el cuadro anterior y el gráfico 1). Más de la mitad de los países de la zona del euro registran ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% que establece el Tratado de Maastricht. Dos de los países que se encuentran actualmente en situación de déficit excesivo (Grecia e Italia) registran ratios de deuda muy elevadas. El nivel promedio de deuda de todos los países que se encuentran en esa situación (los dos países mencionados, más Alemania y Portugal) ha aumentado rápidamente desde el 2001. Este aumento ha compensado con creces el descenso de la ratio de deuda de los países que no contabilizan déficit excesivos.

Los datos muestran también que la evolución de la deuda viene determinada, principalmente, por la persistencia de los abultados déficit públicos y el lento crecimiento económico (véase gráfico 2); sólo

en unos pocos países se han registrado ajustes significativos en el déficit y la deuda³. A partir de 1998 el déficit público medio de la zona del euro se redujo, inicialmente, siguiendo así una tendencia que había comenzado durante la fase de preparación para la UEM. Sin embargo, los saldos presupuestarios no mejoraron suficientemente durante este período, que se caracterizó por un entorno económico relativamente favorable. A partir del año 2000 muchos países experimentaron un agravamiento de sus desequilibrios fiscales. Si bien ello se debió, en parte, al deterioro del contexto económico, la flexibilización de la política fiscal en varios países también contribuyó al incremento de la ratio de déficit público de la zona del euro en los años 2001 y 2002.

La evolución de los déficit fiscales en los países que registran déficit excesivo es similar a la del promedio de la zona aunque a un nivel más alto. Dado que su situación presupuestaria no era lo suficientemente saneada en el año 2000, al final del anterior período de sólido crecimiento, estos países registraron ratios de deuda muy elevadas a partir de entonces. La ligera mejora observada en la ratio media de déficit desde el 2004 no ha bastado para revertir el incremento que ha registrado, en promedio, la ratio de deuda en estos países.

Además de la carga explícita de la deuda, las futuras obligaciones implícitas derivadas del envejeci-

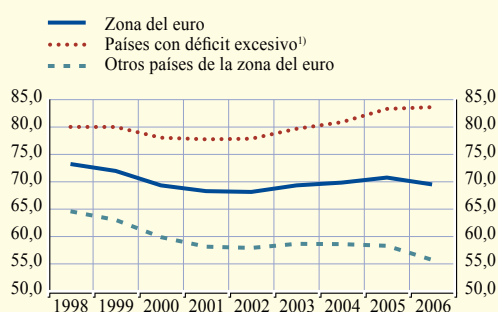
miento de la población son un factor fundamental. Desde una perspectiva global basada en la evolución futura, la Comisión Europea y el Comité de Política Económica (CPE) proyectan que el gasto derivado de dicho envejecimiento en relación con el PIB (descontados algunos efectos compensatorios como consecuencia del menor gasto en educación y desempleo) aumentará cinco puntos porcentuales o más en la mitad de los países de la zona del euro para el año 2050 (véase gráfico 3)⁴. El mayor incremento se prevé para Portugal (9,7 puntos porcentuales). En el caso de Grecia, país para el que aún no se dispone de los datos más recientes, las proyecciones del estudio anterior realizado por el CPE apuntan también hacia una fuerte presión sobre las finanzas públicas derivada del envejecimiento de la población. Para la zona del euro en su conjunto, se proyecta un incremento medio de casi 4 puntos porcentuales. Cabe señalar, asimismo, que estas proyecciones podrían resultar optimistas en la medida en que se basan en supuestos favorables respecto a la productividad del trabajo. Además, en las proyecciones sobre el gasto en atención sanitaria y cuidados de larga duración no se han incluido todos los factores determinantes del gasto en el pasado.

3 Véase el artículo titulado «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2004.

4 Véase también A. Maddaloni, A. Mussa, P. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», Occasional Paper n.º 51 del BCE, agosto del 2006.

Gráfico 1 Deuda pública

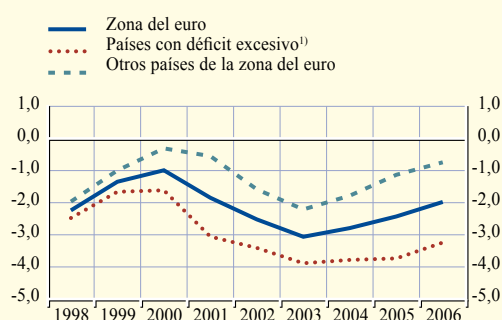
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.
1) Países con déficit excesivo a febrero del 2007.

Gráfico 2 Saldos presupuestarios

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.
Nota: Los datos sobre saldos presupuestarios excluyen los ingresos UMTS.
1) Países con déficit excesivo a febrero del 2007.

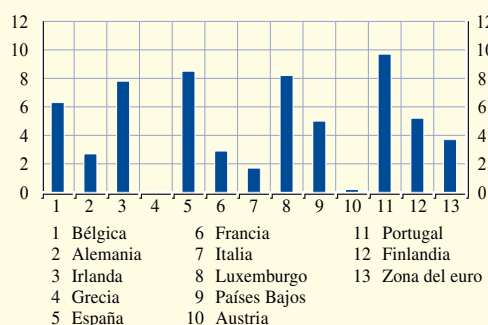
Respecto a las posibles presiones sobre la sostenibilidad fiscal resultantes de episodios de expansión y recesión, todavía no se han realizado muchas evaluaciones empíricas de los costes fiscales de dichos ajustes. No obstante, considerando el período transcurrido desde finales de la década de los ochenta, varios estudios han demostrado que el ajuste de los desequilibrios internos y externos y los correspondientes al precio de los activos se ha traducido, en algunos países industrializados, en fuertes deterioros de los saldos fiscales y en significativos costes de rescate en los sectores empresarial y bancario⁵. Estos países registraron incrementos de la ratio de deuda que oscilaron entre 10 y 50 puntos porcentuales en la década de los noventa. Se cuentan entre ellos algunas economías que experimentaron acusadas recesiones y devaluaciones del tipo de cambio, pero también, en algunos casos, prolongados períodos de ajuste sin devaluaciones significativas. Además, al término del auge de los mercados bursátiles en el año 2000, la estimación errónea del crecimiento tendencial, unida al hecho de que no se acertó a comprender que las sorpresas positivas por el lado de los ingresos no eran permanentes, también dio lugar a que se malinterpretara de forma importante la verdadera situación de las finanzas públicas en varios países.

Por lo que respecta a otros desequilibrios potenciales, dentro de la zona del euro se han registrado persistentes diferenciales de inflación. Dos de los países que se encuentran en una situación de déficit excesivo (Grecia y Portugal) y dos países con situaciones presupuestarias saneadas (España e Irlanda) han registrado los mayores incrementos del índice de precios de consumo en relación con la media de la zona del euro (véase el cuadro). Si bien las diferencias temporales en las tasas de inflación no constituyen en sí necesariamente un problema para una unión monetaria, ya que pueden facilitar la convergencia de los niveles de precios entre unos países y otros, pueden contribuir con el tiempo a la aparición de desequilibrios externos⁶.

Desde la creación de la UEM, los costes laborales unitarios han seguido trayectorias divergentes. Si bien las diferencias en la evolución de este indica-

Gráfico 3 Carga atribuible al gasto derivado del envejecimiento entre el 2004 y el 2050

(variación como porcentaje del PIB)



Fuente: «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pension, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)», Comité de Política Económica y Comisión Europea, 2006.
Nota: No se dispone de datos para Grecia.

dor en la UEM podrían, como en el caso de la inflación, reflejar efectos equilibradores, también pueden ser una señal de incipientes desequilibrios. Las variaciones de los costes laborales unitarios en dos de los países que registran déficit excesivo (Grecia y Portugal), junto con España, representan algunos de los incrementos acumulados más grandes en relación con la media de la zona del euro (véase el cuadro). Estos tres países registraron también los déficit acumulados por cuenta corriente más abultados de toda la zona durante el período comprendido entre los años 1999 y 2006, déficit que, medidos como porcentaje del PIB⁷ de 2006, se situaron entre el 28% y el 56%. Los incrementos de los costes laborales unitarios fueron también muy elevados en Italia.

En resumen, la experiencia acumulada en los países de la zona del euro indica que la sostenibilidad fiscal se ve amenazada por varios riesgos. La ratio media de deuda de la zona sigue siendo elevada, con una considerable dispersión geográfica; al

5 F. Eschenbach y L. Schuknecht, «Deficits and Asset Prices», *Economic Policy*, julio del 2004, pp. 315-346, y «The Fiscal Costs of Financial Instability Revisited», Working Paper n.º 191 del BCE, noviembre del 2002.

6 Véase también el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», del Boletín Mensual del BCE de mayo del 2005.

7 Véase un análisis complementario en el artículo titulado «Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», del Boletín Mensual del BCE de julio del 2006.

mismo tiempo, las ratios de deuda han ido en aumento en varios países, lo que refleja la persistencia de abultados déficit públicos. Las proyecciones fiscales para los próximos años sugieren tan solo una lenta y moderada mejora de los saldos presupuestarios. Además, las proyecciones de la Comisión europea y del CPE indican que, en varios países, las presiones derivadas del envejecimiento de la población serán muy intensas, a menos que se actúe con determinación y se apliquen rápidamente reformas y medidas de saneamiento presupuestario. La carga fiscal que probablemente traiga consigo la corrección de los desequilibrios internos y externos acumulados podría representar un factor de riesgo adicional para la sostenibilidad fiscal en algunos países.

4 ¿CÓMO PUEDEN LAS POLÍTICAS FISCALES PRESERVAR LA SOSTENIBILIDAD?

Las políticas fiscales afectan a todas las variables que determinan la sostenibilidad de las finanzas públicas analizadas anteriormente. Los déficit presupuestarios se traducen inmediatamente en incrementos del nivel de deuda y, por consiguiente, representan un riesgo de gran magnitud para la sostenibilidad. Además, el diseño de los programas de seguridad social y de atención sanitaria redundan en la acumulación de pasivos implícitos. Aparte de estos efectos directos, las políticas fiscales son también un factor importante de crecimiento a medio y largo plazo y pueden tener un fuerte impacto en la aparición y la corrección de los desequilibrios internos y externos.

DÉFICIT Y DEUDA

Comenzando por la evolución del déficit y de la deuda, en una unión monetaria reviste particular importancia alcanzar y mantener una situación presupuestaria saneada (tanto en lo que se refiere al saldo fiscal como a la deuda pública). Los riesgos que plantea la indisciplina fiscal son de sobra conocidos. Las autoridades nacionales tienden a actuar en contextos de corto plazo en los que influye el calendario electoral. Ello genera una tendencia a la acumulación de déficit fiscales más grandes, ya que las cargas asociadas a un incre-

mento de la ratio de deuda sólo se hacen visibles con el tiempo. El sesgo a favor del déficit de las políticas nacionales es más pronunciado en una unión monetaria, ya que las reacciones inmediatas de los mercados ante las políticas erráticas de un país dado son de reducida magnitud. No existe un tipo de cambio nominal que sirva de indicador para que el mercado evalúe las perspectivas macroeconómicas del país en cuestión y puede incluso producirse la compresión de una posible prima de riesgo del tipo de interés si los mercados suponen que el riesgo país se reduce por el hecho de pertenecer a una unión monetaria.

Para frenar la acumulación de pasivos implícitos, es necesario que los sistemas de pensiones y de atención sanitaria se diseñen de tal manera que resistan el impacto del envejecimiento de la población, para lo cual habrá que reformar los sistemas públicos existentes y apoyarse más en el ahorro privado invertido en fondos de capitalización⁸.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

De cara a la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, el impacto de las políticas fiscales sobre el crecimiento tendencial es de capital importancia. Incluso las pequeñas diferencias en las tasas de crecimiento a largo plazo pueden tener repercusiones de gran envergadura para la sostenibilidad fiscal debido a la amplitud del horizonte temporal considerado. Por lo mismo, dados el tamaño del sector público en la zona del euro y la participación de dicho sector en todas las relaciones económicas importantes, el potencial para adoptar políticas fiscales que favorezcan el crecimiento es considerable⁹.

Comenzando por el entorno macroeconómico general, unas finanzas públicas saneadas, como se analizó anteriormente, refuerzan la confianza del público en la estabilidad económica, reducen la in-

8 Para más detalles, véase el artículo titulado «El cambio demográfico en la zona del euro: Proyecciones y consecuencias», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2006.

9 Para más detalles, véanse los artículos titulados «Política fiscal y crecimiento económico» e «Importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económico», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2001 y de abril del 2006, respectivamente.

certidumbre y facilitan las relaciones económicas a largo plazo que contribuyen a la eficiencia económica. Además, el tamaño del sector público es un factor importante. Cuanto mayor sea éste, más alta será la presión fiscal y, por ende, mayor el impacto de las distorsiones tributarias. Por consiguiente, las autoridades pueden contribuir al crecimiento económico a largo plazo limitando el tamaño del sector público y reduciendo la importancia de las distorsiones impositivas.

Los efectos nocivos de las distorsiones inducidas por la política fiscal son especialmente visibles en el mercado de trabajo. Por el lado de la demanda, una gran cuña fiscal sobre el trabajo eleva los costes totales de este factor y reduce la demanda de empleo. El efecto combinado de las prestaciones por desempleo y el gravamen de las rentas del trabajo también puede resultar un importante desincentivo para la oferta de mano de obra. La pérdida de beneficios y la necesidad de pagar impuestos y cotizaciones a la seguridad social pueden hacer que a los trabajadores desempleados no les resulte atractivo reincorporarse al mercado de trabajo. Desincentivos similares se pueden aplicar a la decisión de jubilarse si los derechos de pensión sólo aumentan ligeramente por los años trabajados más allá de la edad mínima de jubilación.

La composición del gasto público brinda a los Gobiernos un cauce adicional para fomentar el crecimiento económico a largo plazo. Desde una perspectiva macroeconómica, es más probable que fortalezca el crecimiento el gasto público con fines productivos, como la inversión o la educación, que el gasto con fines redistributivos. No obstante, ni siquiera el gasto productivo contribuye necesariamente al crecimiento. En primer lugar, su financiación da lugar a distorsiones adicionales, que, luego, han de compensarse. En segundo lugar, un gasto de esa naturaleza tiene que gestionarse de forma eficiente, es decir, de tal modo que para cualquier fin dado se emplee el volumen mínimo de recursos. Ya se trate de gasto productivo o de gasto redistributivo, todo aumento de la eficiencia contribuye significativamente a reducir los efectos negativos del gasto público sobre el crecimiento.

DESEQUILIBRIOS

Las políticas fiscales también deben hacer frente a los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas derivados de los desequilibrios internos y externos. Como se indicó anteriormente, una de las primeras prioridades de la política fiscal ha de ser, como mínimo, abstenerse de contribuir a un recalentamiento de la economía. Así, en períodos de bonanza, las autoridades han de tener especial cuidado para evitar que sus políticas —quizá sin pretenderlo— creen presiones adicionales de demanda, que puedan dar lugar a un recalentamiento económico.

La prudencia fiscal se justifica especialmente en varios ámbitos. Dada la importancia del empleo en el sector público en las economías de la zona del euro, la evolución de los salarios en este sector puede tener un impacto significativo en el comportamiento general de los salarios. Las fuertes subidas salariales en el sector público, aun cuando reflejen una favorable situación presupuestaria, pueden dar lugar a presiones salariales en el sector privado. De la misma manera, los incrementos en el número de empleados en el sector público pueden agravar la escasez de oferta en el mercado laboral, dando lugar también a una evolución al alza de los salarios. Además, en lo que respecta a la seguridad social, existe el riesgo de que, en tiempos de abundancia, se incrementen la cobertura y el tamaño de las prestaciones, lo que conlleva unas obligaciones por parte del Gobierno que serán difíciles de revertir cuando la situación empeore. De todo ello se deduce la necesidad de que las autoridades mantengan la flexibilidad fiscal, es decir, la capacidad de ajustar el presupuesto rápidamente para hacer frente a los cambios en el entorno económico. Por último, las políticas fiscales pueden tener un fuerte impacto en la evolución del sector inmobiliario. Las normas impositivas pueden dar un mayor impulso a una situación de auge del mercado inmobiliario interno. Por ejemplo, la posibilidad de desgravar los pagos de intereses de la base imponible reduce los tipos de interés reales después de impuestos de la inversión residencial y, por lo tanto, puede contribuir al recalentamiento de la economía. La composición de la presión fiscal (impuestos sobre el consumo frente a impues-

tos sobre la renta o los rendimientos del trabajo) también puede afectar a la composición de la demanda y, por lo tanto, al equilibrio entre ahorro e inversión dentro de un país.

NECESIDAD DE ADOPTAR UN ENFOQUE INTEGRAL QUE INCLUYA PRUDENCIA FISCAL Y REFORMAS ESTRUCTURALES

Como ya se analizó en la sección 2, ajustar la economía para hacer frente a los desequilibrios genera riesgos adicionales para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Para reducir esos riesgos, es necesario que las reformas fiscales se aborden con un enfoque global. Además de una orientación prudente, las políticas fiscales y estructurales deberían ser compatibles con un ajuste flexible de precios y salarios y con la movilidad geográfica del trabajo y del capital. Las reformas que se adopten en este sentido incrementarán el producto potencial y estimularán la actividad económica en la zona del euro. También ayudarán a prepararse para hacer frente a los desafíos que se planteen en el futuro, incluido el envejecimiento de la población, y a aprovechar las oportunidades creadas por el progreso tecnológico y la globalización.

Las reformas fiscales de carácter estructural, como parte integrante de un programa de reformas exhaustivo y orientado al crecimiento, pueden abordar muchos temas al mismo tiempo y crear importantes externalidades. Por ejemplo, una reforma bien diseñada del sistema de pensiones, incluido el desarrollo de un pilar basado en fondos de pensiones privados de capitalización, puede reducir la deuda implícita en concepto de pensiones recortando las obligaciones futuras del sistema público de pensiones. Además, una reforma de esa naturaleza puede reducir los incentivos para jubilarse anticipadamente: como la pensión correspondiente al fondo de pensiones privado depende sólo del capital acumulado por el trabajador, cada año adicional que se mantenga en activo aumentará proporcionalmente su pensión. Asimismo, una reforma de las pensiones como la descrita permite reducir las cotizaciones al sistema de reparto, lo que reduce a su vez la carga fiscal sobre el trabajo y crea incentivos para la oferta de mano de obra.

Otra forma de potenciar los incentivos positivos es vincular más estrechamente las cotizaciones al sistema de reparto con las prestaciones que genera, por ejemplo, en forma de lo que podría denominarse un sistema de cuentas nocionales de aportación definida¹⁰. No obstante, las reformas fiscales han de enmarcarse en una estrategia de reforma integral. Cabe señalar, en lo que a los trabajadores de mayor edad se refiere, que los mayores incentivos para la oferta de trabajo sólo se traducirán en mayores niveles de empleo y crecimiento si los mercados laborales son suficientemente flexibles para absorber la oferta adicional.

5 DESAFÍOS ACTUALES PARA LA SOSTENIBILIDAD FISCAL CONFORME AL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO REVISADO

El marco institucional descrito en el Tratado en relación con las políticas económicas y fiscales establece incentivos para que las políticas fiscales y estructurales coadyuven a la sostenibilidad fiscal. Un elemento crucial para el seguimiento y la vigilancia de las políticas fiscales es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Dicho Pacto se revisó en el año 2005 a fin de centrar más la atención en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas¹¹.

LA SOSTENIBILIDAD FISCAL EN EL MARCO DEL PACTO REVISADO

El cumplimiento del requisito establecido en el Pacto de que, a medio plazo, los presupuestos registren saldos «próximos al equilibrio o con superávit» debería garantizar la sostenibilidad de las políticas fiscales y, al mismo tiempo, ofrecer el suficiente margen de maniobra para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo. Si se cumpliera este objetivo a medio plazo, normalmente se lograría la convergencia de los ratios de deuda en niveles muy inferiores al valor de referencia del 60% del PIB.

10 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.

11 Véase el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2005.

No obstante, como consecuencia de la creciente importancia que, para las políticas fiscales, están cobrando en los últimos años otros factores como el envejecimiento de la población, se ha ampliado el análisis de la sostenibilidad de las finanzas públicas y se ha encuadrado de manera más visible en el marco fiscal de la UE. De hecho, uno de los objetivos que perseguía la revisión del Pacto realizada el pasado año era el de prestar más atención a la deuda y a la sostenibilidad, objetivo que se ha reflejado de varias formas.

Comenzando por el ámbito preventivo, los objetivos presupuestarios a medio plazo reflejan ahora de forma más explícita el objetivo de la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Estos objetivos a medio plazo varían de un Estado miembro a otro en lo relativo a las ratios de deuda con respecto al PIB y a la estimación del crecimiento del PIB potencial (dos determinantes clave de la sostenibilidad). Tan pronto como se llegue a un acuerdo sobre la metodología apropiada, está previsto tener en cuenta directamente en la fijación de los objetivos a medio plazo los pasivos implícitos derivados del envejecimiento de la población. A los países que aún no hayan alcanzado sus objetivos a medio plazo se les exigirá que adopten medidas para lograrlo. Como referencia, los países de la zona del euro y los que participan en el MTC II deberán esforzarse por mejorar sus saldos presupuestarios estructurales en un 0,5% del PIB cada año, hasta alcanzar los respectivos objetivos a medio plazo. Además, a la hora de evaluar una desviación temporal de dichos objetivos o la trayectoria de ajuste elegida para alcanzarlos, podrán tomarse en consideración las reformas estructurales de amplio alcance susceptibles de surtir un efecto verificable en la sostenibilidad a largo plazo. A este respecto, se presta especial atención a las reformas de las pensiones que incorporen un sistema de múltiples pilares que incluya la constitución de un sistema de capitalización privado obligatorio. Por último, y quizás lo más importante para evitar los desequilibrios internos y externos, las disposiciones revisadas del ámbito preventivo sugieren llevar a cabo mayores esfuerzos de consolidación en tiempos de bonanza, mientras que el requisito de mantener saneadas las finanzas públicas impone un límite a las políticas procíclicas.

En cuanto al ámbito correctivo del Pacto, en los informes elaborados por la Comisión Europea sobre la existencia de déficit excesivo se considera (entre los «otros factores relevantes») la situación del país en cuestión respecto a la sostenibilidad de su nivel de deuda. Además, en determinadas circunstancias, pueden tenerse en cuenta los costes fiscales a corto plazo de las reformas de pensiones basadas en varios pilares para decidir si el país registra o no un déficit excesivo.

Para facilitar un seguimiento continuo de la sostenibilidad fiscal, sobre todo en lo relativo al envejecimiento de la población, los países han acordado describir sus políticas en los respectivos programas de estabilidad anuales. Para evaluar la sostenibilidad, la Comisión y el Consejo ECOFIN se basan en las proyecciones elaboradas por el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento, bajo los auspicios del Comité de Política Económica. Al examinar los programas de estabilidad de los países, al igual que ocurre con su propio Informe sobre la Sostenibilidad, la Comisión Europea facilita también una evaluación de la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, basándose en las proyecciones de la carga fiscal inducida por el envejecimiento y en sus propias consideraciones cualitativas.

PROBLEMAS QUE PLANTEA LA APLICACIÓN DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO REVISADO

Si bien la revisión del Pacto ha supuesto la introducción de nuevas disposiciones que podrían ayudar a fomentar la sostenibilidad fiscal, el desafío que se plantea ahora es ponerlas en práctica mediante una aplicación rigurosa y coherente del marco revisado. La experiencia hasta la fecha ha sido heterogénea a este respecto y el camino todavía está plagado de obstáculos importantes. Desde la reforma del Pacto se han observado algunos hechos positivos. Se ha reducido el recurso, tanto efectivamente realizado como previsto, a medidas temporales que pueden mejorar el déficit en el corto plazo, pero que apenas afectan a la sostenibilidad a largo plazo.

De cara al futuro, los objetivos presupuestarios a medio plazo establecidos por los Estados miem-

bros se ajustan en líneas generales a los requisitos del Pacto reformado. No obstante, el avance previsto hacia la consecución de esos objetivos ha sido, en general, escaso en los Estados miembros que registran desequilibrios presupuestarios. Además, la preocupación por los desequilibrios macroeconómicos no se está traduciendo en medidas de reforma y saneamiento de las finanzas públicas de mayor alcance. Varios países que se encuentran actualmente en situación de déficit excesivo han fijado una fecha muy tardía a efectos de cumplir los respectivos objetivos presupuestarios a medio plazo o ni siquiera han indicado una fecha, lo que plantea algunos interrogantes respecto al papel de dichos objetivos desde una perspectiva de medio plazo. Además, el ajuste fiscal previsto se concentra, en general, en los últimos años del período, ya que la mayoría de los países apenas han aplicado medidas de saneamiento en 2006 y, por el contrario, están centrando el esfuerzo en los años posteriores del horizonte temporal que abarca el programa. Por último, se observa que las medidas necesarias para garantizar ese saneamiento a menudo no se especifican o no parecen totalmente creíbles a la vista de experiencias anteriores.

Las proyecciones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2006 apuntaban a una mejora de los saldos fiscales de la zona del euro en el período comprendido entre los años 2006 y 2008. No obstante, la evolución prevista de los saldos presupuestarios estructurales indica ciertas deficiencias en lo relativo a los esfuerzos de consolidación de carácter estructural en muchos Estados miembros, a menos que se adopten medidas adicionales. En el contexto de la expansión económica proyectada para muchos países, cabría pensar que existe un riesgo importante de que los Estados miembros dejen escapar la oportunidad que les brinda «la favorable coyuntura» para sanear la situación presupuestaria y hacer frente como es debido a los riesgos que amenazan la sostenibilidad.

En el contexto del ámbito correctivo revisado del Pacto, a varios países se les ha prorrogado el plazo para que corrijan su déficit excesivo. En particular, se ha aplicado esta medida a Alemania, Italia y Portugal, mientras que a Grecia ya se le había concedido una prórroga en este sentido en febrero del

2005 (es decir, antes de la reforma del Pacto). Con todo, según indican las proyecciones de la Comisión, Italia y Portugal corren el riesgo de no cumplir sus compromisos en el marco del procedimiento de déficit excesivo a menos que apliquen nuevas medidas de ajuste fiscal. Cualquier retraso en la corrección de los déficit excesivos puede contribuir a que se aprecie un deterioro de la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por lo tanto, es esencial que, si se materializan los riesgos que se observan en estos países respecto al cumplimiento de los compromisos, se adopten las medidas pertinentes en el marco de los correspondientes procedimientos de déficit excesivo.

6 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA

El análisis de la sostenibilidad fiscal se ha centrado tradicionalmente en los déficit fiscales, la deuda, el crecimiento del PIB y los tipos de interés. Por lo que respecta a las obligaciones del Gobierno, en este artículo se ha reiterado que los déficit y la deuda públicos —junto con los abultados pasivos fiscales implícitos que reflejan las cargas fiscales derivadas del envejecimiento de la población— son grandes en el conjunto de la zona del euro y que los desequilibrios actuales y proyectados entrañan riesgos muy importantes para la sostenibilidad en algunos países. Además, un enfoque integral de la sostenibilidad fiscal debe necesariamente tener en cuenta las relaciones que existen entre las políticas fiscales y los desequilibrios internos y externos. Varios países de la zona del euro, incluidos algunos de los que registran ratios de déficit y de deuda muy elevadas, han experimentado grandes subidas del nivel de precios interno en relación con el de la zona del euro y de los costes laborales unitarios relativos y han acumulado un gran volumen de pasivos exteriores en forma de déficit por cuenta corriente.

Las políticas fiscales han de garantizar la sostenibilidad prestando atención a una serie de determinantes. Los ratios de deuda y los déficit bajos limitan la carga futura en concepto de servicio de la deuda y, al mismo tiempo, mantienen el margen de manobra necesario para el funcionamiento de los estabi-

lizadores automáticos. Los sistemas de seguridad social viables, es decir, aquellos en los que las cargas fiscales resultantes del envejecimiento de la población se mantienen bajo control, estimulan las expectativas de sostenibilidad. Las políticas que favorecen el crecimiento facilitan la tarea de salvaguardar la sostenibilidad. Ahora bien, tampoco hay que olvidar el desafío que representa reducir al mínimo los riesgos fiscales derivados de los desequilibrios internos y externos. A tal efecto, las autoridades han de prestar especial atención, sobre todo en los períodos de auge, para impedir que las políticas que apliquen contribuyan a un recalentamiento de la economía, a una pérdida de competitividad y a un aumento del endeudamiento externo. Las reformas fiscales que reducen las distorsiones impositivas y contribuyen a una asignación eficiente de los recursos, en particular en el mercado de trabajo, fortalecen el crecimiento y hacen que la economía sea más flexible para reaccionar ante las perturbaciones, ayudando así a evitar los desequilibrios y a facilitar el ajuste necesario.

En el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado, los presupuestos del 2007 y los programas de estabilidad de finales del 2006, estas

conclusiones tienen importantes consecuencias en materia de política económica. Es esencial que las estrategias fiscales aborden de forma exhaustiva los riesgos que suscita la sostenibilidad fiscal. Especialmente en los países que registran desequilibrios económicos y fiscales, es de capital importancia aprovechar la oportunidad que brindan los períodos de auge para progresar rápidamente por la senda del saneamiento de las finanzas públicas. En consonancia con las intenciones que motivaron la reforma del Pacto, a saber, el fomento de la sostenibilidad y la mejora de la calidad de las políticas fiscales en la UE, los Estados miembros han de tomar debidamente en consideración, en sus estrategias fiscales, los desafíos de carácter más general para la sostenibilidad de las finanzas públicas que tienen su origen en el entorno macroeconómico, como los relativos al aumento de los precios de los activos y los cambios en la competitividad en términos de costes y precios. En algunos países, tanto la escala del ajuste fiscal necesario como la inquietud más general respecto a la sostenibilidad exigen la adopción de estrategias de reforma y de saneamiento de las finanzas públicas más ambiciosas y exhaustivas que las que se contemplan actualmente.

MECANISMOS DE LA UE PARA LA GESTIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

ARTÍCULOS

Mecanismos de la UE
para la gestión de crisis
financieras

La mayor integración de los mercados financieros y de las infraestructuras de mercado, el creciente número de instituciones con actividades transfronterizas y la diversificación de las actividades financieras en la UE han contribuido a aumentar la liquidez y la eficiencia de los mercados, así como la capacidad de resistencia y de absorción de perturbaciones del sector financiero integrado. Esta mayor integración también conlleva la necesidad de afrontar eficazmente las perturbaciones financieras y sus implicaciones sistémicas en el ámbito de la UE. En este contexto, los mecanismos específicos para la gestión de crisis financieras en la UE entre las autoridades responsables de preservar la estabilidad financiera se han reforzado notablemente a través, entre otros instrumentos, de iniciativas legislativas, de la adopción de acuerdos de cooperación voluntaria no vinculantes entre autoridades, y de la mejora de los mecanismos de carácter práctico para gestionar una situación de crisis en más de un Estado miembro, que se han puesto a prueba mediante la organización de ejercicios de simulación de crisis financieras. Este artículo ofrece una descripción general de los avances realizados en el desarrollo de los mecanismos para la gestión de crisis financieras en la UE y de los retos futuros en lo que respecta a nuevos reforzamientos de dichos mecanismos.

I INTRODUCCIÓN

Los mecanismos de estabilidad financiera existentes se basan en el principio de que la primera línea de defensa frente a las crisis financieras recae en las propias instituciones financieras, que son responsables de su propia seguridad y solvencia. La segunda línea de defensa está relacionada con las medidas adoptadas por las autoridades para prevenir estas crisis, entre las que se incluyen: (i) la regulación financiera, que establece las normas prudenciales que las instituciones financieras deben cumplir para conseguir una gestión eficaz de los riesgos, así como normas sobre transparencia para promover la disciplina de mercado; (ii) la supervisión financiera, que tiene por objeto garantizar que, en la práctica, las instituciones financieras realicen un seguimiento y gestionen eficazmente todos los riesgos relevantes, y (iii) el seguimiento y la evaluación de la estabilidad financiera, que sirven para identificar fuentes de vulnerabilidad y riesgos para el sistema financiero en su conjunto. Si, a pesar de todas estas medidas preventivas, las instituciones financieras empiezan a tener problemas, puede ser requerida la intervención de las autoridades para, en caso necesario, facilitar una liquidación ordenada de la institución y mitigar efectos más adversos, en general, sobre la estabilidad del sistema financiero.

En la UE, los mecanismos para la gestión de crisis financieras entre autoridades se basan en el

ejercicio de las funciones estatutarias asignadas a los bancos centrales, a los supervisores financieros y a los Ministerios de Economía. Las medidas encaminadas a reforzar los mecanismos específicos existentes para abordar posibles situaciones de crisis se han centrado en la mejora de la coordinación y en la introducción de procedimientos de cooperación más amplios, tanto entre las distintas autoridades como entre los Estados miembros. El objetivo general de estas mejoras es permitir que los cometidos relacionados con la estabilidad financiera se lleven a cabo con más eficacia, facilitando el intercambio de información y la coherencia de las posibles medidas adoptadas por diferentes autoridades en los Estados miembros y en la UE.

Este artículo está estructurado como sigue. En la sección 2 se describe el impulso dado al reforzamiento de los mecanismos de gestión de crisis en la UE tras la introducción del euro. En la sección 3 se presentan las principales características de estos mecanismos, centrándose en los marcos regulatorio, de cooperación voluntaria y de los bancos centrales. La sección 4 se ocupa de las iniciativas adoptadas para que estos mecanismos sean más eficaces, concretamente, la organización de ejercicios de simulación de crisis financieras en la UE y también en el Eurosistema, y en la sección 5 se recogen las conclusiones, con una valoración de los avances realizados hasta ahora y de los retos futuros.

2 ANTECEDENTES

Tras la introducción del euro, el 1 de enero de 1999, el panorama del sistema financiero europeo cambió considerablemente. Es un hecho que el mayor grado de integración financiera en la UE —especialmente en la zona del euro— a nivel de mercados, de sus infraestructuras y de las instituciones financieras (en lo que respecta a los grandes grupos financieros transfronterizos) ha incrementado notablemente la liquidez y la eficiencia de los mercados¹. Sin embargo, al mismo tiempo, también ha conducido a una interrelación sistémica más amplia y profunda entre los Estados miembros, aumentando la probabilidad de que posibles perturbaciones en los mercados financieros de un Estado miembro se propaguen más allá de sus fronteras. Estas circunstancias propiciaron una revisión de los mecanismos de estabilidad financiera vigentes en la UE, con el fin de valorar si podían adaptarse a cambios en los mercados financieros y seguir salvaguardando suficientemente la estabilidad financiera.

En abril del año 2000, el Comité Económico y Financiero (EFC, en sus siglas en inglés)² publicó un informe en el que llegaba a la conclusión de que, aunque los mecanismos institucionales existentes proporcionaban una base flexible y coherente para salvaguardar la estabilidad financiera en unos mercados cada vez más integrados, sus aspectos operativos podían mejorarse. A tal fin, el informe recogía las siguientes recomendaciones³: (i) reforzar la cooperación intersectorial, (ii) mejorar el intercambio de información entre las autoridades competentes, (iii) reforzar la cooperación entre los supervisores y los bancos centrales para resolver situaciones de crisis, y (iv) tratar de alcanzar una mayor convergencia de las prácticas supervisoras.

Posteriormente, en un informe publicado en abril del 2001, el EFC examinó también los instrumentos específicos existentes para la gestión de crisis financieras⁴. La principal conclusión del informe era la necesidad de continuar reforzando la coordinación y la cooperación transfronterizas entre las autoridades competentes para asegurar

la preservación efectiva de la estabilidad financiera. El informe recogía las cuatro recomendaciones principales que se describen a continuación (aprobadas por el EFC y el Consejo ECOFIN). En primer lugar, las autoridades supervisoras deben adoptar medidas para garantizar que los grandes grupos financieros puedan aportar información precisa rápidamente, dispongan de planes de contingencia adecuados y realicen periódicamente pruebas de estrés. En segundo lugar, los Estados miembros deben eliminar los obstáculos de carácter jurídico o práctico que aún subsisten, y que podrían impedir el intercambio a tiempo de la información necesaria, tanto entre los Estados miembros como entre sectores, supervisores, bancos centrales, supervisores de los sistemas de pago y los organismos que administran los fondos de garantía de depósitos. Además, cada autoridad debe elaborar su propio listado de control, en el que no sólo deben identificarse las principales cuestiones que se han de considerar en una crisis, sino también especificar qué otras autoridades deben estar informadas. En tercer lugar, se recomendaba la elaboración de acuerdos previos (ex-ante) como un medio eficaz para abordar aspectos relacionados con el intercambio de información y la asignación de responsabilidades entre autoridades en caso de crisis, especialmente en lo que se refiere a grandes grupos financieros. Por último, se instaba a las autoridades de defensa de la competencia a mantener procedimientos adecuados y sólidos para considerar las consecuencias para la competencia de las medidas de gestión de crisis.

1 Véase el artículo titulado «Contribución del BCE y el Eurosistema a la integración financiera europea», en el Boletín Mensual de mayo del 2006.

2 El EFC fue establecido por el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea con el fin de proporcionar asesoramiento al Consejo de la UE cuando se reúne en su formación de ministros de Economía y Hacienda (el Consejo ECOFIN) y a la Comisión Europea. Cuando se ocupa de cuestiones de estabilidad financiera —la Mesa de Estabilidad Financiera—, el EFC está integrado por representantes de alto nivel de los Ministerios de Economía, de los bancos centrales y de los comités de supervisión.

3 Las recomendaciones, aprobadas por el EFC y posteriormente por el Consejo ECOFIN, pueden consultarse en http://ue.eu.int/ue-Docs/cms_Data/docs/pressdata/en/misc/ACF16BD.htm.

4 Puede consultarse en www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/en/misc/Brouwerreport.html.

Descripción del marco de la UE para la gestión de crisis financieras

	Autoridades responsables de la estabilidad financiera		
	Bancos centrales	Supervisores bancarios	Ministerios de Economía
Mecanismos reguladores	Directiva sobre Requerimientos de Capital (DRC)		
	Directiva sobre Conglomerados Financieros (DCF) ¹⁾		
Mecanismos de cooperación voluntaria	Convenio de cooperación sobre gestión de crisis del 2005		
	Convenio de cooperación sobre gestión de crisis del 2003		
	Convenio de cooperación sobre sistemas de pago del 2001		
	Convenios de cooperación regionales ²⁾		
	Convenios de cooperación nacionales ²⁾		
Mecanismos de los bancos centrales	Eurosistema		
Comités de la UE	BSC y CEBS		FSC
	EFC		EFC
Herramientas para la aplicación práctica	Ejercicios de simulación de crisis financieras		
	Desarrollo de procedimientos prácticos por los comités de la UE		

1) El intercambio de información entre las autoridades de supervisión y los Ministerios de Economía en lo que respecta a las entidades reguladas de un conglomerado financiero está sujeto a las normas sectoriales recogidas en la legislación de la UE relativa a entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión.

2) Los Convenios de cooperación regionales y nacionales pueden involucrar a distintas autoridades, incluidos los bancos centrales o los supervisores bancarios, o ambos. Los Ministerios de Economía de algunos Estados miembros también son parte de estos convenios de cooperación.

Tras las recomendaciones del 2001, el Consejo ECOFIN pidió al EFC que continuara dando alta prioridad a los mecanismos para la gestión de crisis. En el 2004, el EFC estableció nuevas prioridades para reforzar el marco de la UE para la estabilidad financiera y la gestión de crisis. Se prestó especial atención, en particular, a la ampliación de los acuerdos sobre gestión de crisis a los Ministerios de Economía, y a la organización de un ejercicio de simulación de crisis financiera a escala de la UE en el que participaran las autoridades correspondientes. Estos avances se describen a continuación.

3 MECANISMOS DE LA UE PARA LA GESTIÓN DE CRISIS

Como consecuencia de la puesta en práctica de las recomendaciones descritas en la sección anterior, los mecanismos específicos para abordar crisis financieras en la UE entre las autoridades responsables de salvaguardar la estabilidad financiera se han reforzado considerablemente. Entre las medidas adoptadas se incluyen iniciativas legislativas y la adopción de acuerdos de cooperación voluntaria entre autoridades. En esta sección se presenta una descripción general de los mecanismos existentes actualmente para gestionar crisis y de las

recientes mejoras introducidas en relación con los marcos regulatorio, de cooperación voluntaria y de los bancos centrales. También se considera brevemente el papel de los comités de la UE (véase cuadro).

3.1 EL MARCO REGULATORIO

En cuanto al marco regulatorio, las dos normas que se describen a continuación contienen disposiciones que están directamente relacionadas con la gestión de situaciones de crisis, ya que, en particular, definen los flujos de información entre las autoridades potencialmente involucradas en la gestión de crisis en más de un Estado miembro, principalmente los supervisores y los bancos centrales⁵.

LA DIRECTIVA SOBRE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

La Directiva sobre requerimientos de capital (DRC)⁶, que traspone el marco de «Basilea II» a la legislación de la UE, establece exigencias relacionadas con las tareas de seguimiento y supervisión

5 Estas directivas estaban entre las medidas adoptadas en el Plan de Acción para los Servicios Financieros (FSAP, en sus siglas en inglés) más general de la UE, que está fuera del ámbito de este artículo. Puede consultarse más información sobre el FSAP en www.ec.europa.eu.

6 La DRC, que comprende las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, se publicó en el Diario Oficial el 30 de junio de 2006.

de grupos bancarios, tanto en situaciones «normales» como urgentes (artículos 129 a 132). También incluye la coordinación y la cooperación entre los supervisores del país de origen y los del país de acogida de una entidad de crédito o de un grupo bancario⁷.

La DRC (i) asigna una función de coordinación a la autoridad responsable de la supervisión consolidada de un grupo bancario, el supervisor en base consolidada⁸, (ii) refuerza y clarifica los requisitos para el intercambio de información y la cooperación entre todas las autoridades a cargo de la supervisión de entidades que integran el grupo bancario, y (iii) exige a las autoridades supervisoras competentes que dispongan de acuerdos escritos de coordinación y cooperación.

En lo que respecta a las disposiciones específicas relevantes para la gestión de crisis, la DRC exige que (i) el supervisor en base consolidada advierta a los bancos centrales y a los Ministerios de Economía cuando surja una situación de emergencia que comprometa la estabilidad del sistema financiero de un Estado miembro tan pronto como sea posible (artículo 130), y (ii) las autoridades supervisoras competentes cooperen estrechamente entre sí e intercambien información que sea esencial o pertinente para el ejercicio de sus respectivas funciones (artículo 132)⁹.

LA DIRECTIVA SOBRE CONGLOMERADOS FINANCIEROS

La evolución de los mercados financieros ha conllevado un aumento del número de grupos financieros con una actividad financiera intersectorial considerable: los conglomerados financieros. Estos grupos, que se definen como aquellos en los que al menos una de sus entidades pertenece al sector seguros y otra al sector bancario o de los servicios de inversión, están sujetos al marco regulatorio establecido en la Directiva sobre Conglomerados Financieros (DCF)¹⁰, que establece la supervisión adicional de entidades reguladas que integran un conglomerado financiero que opera en la UE.

La DCF incluye algunas disposiciones de relevancia para la gestión de crisis. En particular, entre los cometidos que ha de llevar a cabo el coordina-

dor de la supervisión¹¹ se incluye coordinar la recopilación y la difusión de la información pertinente o esencial en situaciones «normales» y de emergencia, incluida la difusión de la que sea importante para la labor de supervisión de una autoridad competente con arreglo a las normas sectoriales (artículo 11).

Además, al igual que en el caso de las disposiciones de la DRC anteriormente mencionadas, las autoridades responsables de la supervisión de las entidades reguladas que forman parte de un conglomerado financiero tienen la obligación de cooperar estrechamente entre sí (artículo 12). Esto conlleva, entre otras cosas: (i) la recopilación y el intercambio de información sobre la evolución adversa de las entidades reguladas o de otras entidades del conglomerado financiero que puedan afectar seriamente a las entidades reguladas, y (ii) el intercambio de información que pudieran precisar para el ejercicio de sus respectivos cometidos con bancos centrales, con el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y con el Banco Central Europeo (BCE).

La aplicación concreta de las disposiciones regulatorias en el ámbito de la gestión de crisis se beneficiará de los procedimientos previstos en los convenios de cooperación multilaterales sobre gestión de crisis, que se describen en la siguiente sección.

7 La terminología utilizada en este artículo en lo que se refiere al supervisor en base consolidada de un grupo bancario y a los supervisores de sucursales y filiales de un grupo bancario en el país de acogida sigue las orientaciones del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) sobre cooperación en la supervisión de grupos bancarios y de empresas de inversión transfronterizas, de 25 de enero de 2006, que pueden consultarse en www.c-ebs.org.

8 Por regla general, el supervisor en base consolidada procede del Estado miembro en el que tiene su sede la entidad de crédito o la sociedad holding financiera que encabeza el grupo.

9 La información se considera esencial si influye considerablemente en la valoración de la solvencia financiera de una institución.

10 Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo, y las Directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

11 La DCF insta a la figura del coordinador de la supervisión, que se encarga de coordinar la supervisión adicional del conglomerado financiero y gestiona el intercambio de información y la cooperación entre los supervisores de entidades reguladas del conglomerado. Esta Directiva también establece un procedimiento estructurado para que el coordinador ejerza sus responsabilidades.

3.2 EL MARCO PARA LA COOPERACIÓN VOLUNTARIA

La cooperación entre las autoridades de la UE en el área de la gestión de crisis se ha reforzado, en gran parte, mediante acuerdos voluntarios en forma de convenios de cooperación entre distintas autoridades. Estos acuerdos, que establecen procedimientos de cooperación y de intercambio de información en posibles situaciones de crisis, se han adoptado a escala nacional, regional y de la UE.

CONVENIOS DE COOPERACIÓN EN SITUACIONES DE CRISIS EN EL ÁMBITO DE LA UE

Los convenios de cooperación (Memorandum of Understanding o MoU, en inglés) sobre gestión de crisis son un elemento clave del marco institucional de la UE para salvaguardar la estabilidad financiera. Por regla general, se han concebido para establecer principios básicos y mecanismos prácticos para la cooperación transfronteriza en caso de perturbaciones con implicaciones sistémicas en más de un Estado miembro.

Una perturbación tiene implicaciones sistémicas transfronterizas si existe el riesgo de que se propague a las instituciones, a los mercados financieros, a los sistemas de pago o a otras infraestructuras de mercado, y tiene el potencial de impedir, en última instancia, el adecuado funcionamiento del sistema financiero en más de un Estado miembro.

Actualmente existen dos convenios de cooperación multilaterales sobre gestión de crisis y uno sobre vigilancia de los sistemas de pago, que han sido adoptados por las autoridades competentes de todos los Estados miembros de la UE (véase recuadro 1). Estos convenios de cooperación no son legalmente vinculantes y se basan en el principio de cooperación voluntaria, ya que se aplican sin perjuicio del ejercicio de las funciones estatutarias de las autoridades pertinentes.

Recuadro 1

CONVENIOS DE COOPERACIÓN MULTILATERALES ADOPTADOS POR ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Con posterioridad a las recomendaciones del EFC del año 2001, en marzo del 2003 se adoptó el primer Convenio de Cooperación de la UE para la gestión de situaciones de crisis a iniciativa del Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC¹. Este Convenio de Cooperación tenía por objeto contribuir a la gestión eficaz de crisis asegurando una interacción fluida entre las autoridades involucradas, facilitando con ello una valoración temprana del alcance sistémico de una crisis a escala nacional y de la UE. El convenio establece principios y procedimientos específicos para identificar a las autoridades responsables de la gestión de crisis en la UE, así como los flujos de información necesarios entre los supervisores bancarios y los bancos centrales, y los mecanismos de carácter práctico para intercambiar información entre varios Estados miembros. También prevé un marco para la comunicación transfronteriza entre los supervisores bancarios y los bancos centrales, incluida una lista de personas de contacto para casos de emergencia².

A modo de seguimiento de las prioridades fijadas por el EFC en el año 2004, los supervisores bancarios, los bancos centrales y los Ministerios de Economía de la UE adoptaron otro Convenio de Cooperación a iniciativa del EFC en mayo del 2005³, que establece un conjunto de principios y procedimientos para el intercambio de información, de opiniones y de valoraciones con el fin de ayudar a las autoridades signatarias en el desempeño de sus respectivas funciones y preservar la estabilidad de los sistemas financieros de los Estados miembros individuales y de la UE en su conjunto. En particular,

- 1 El BSC contribuye al seguimiento macroprudencial y estructural del sistema financiero de la UE, a la cooperación y al intercambio de información entre los supervisores bancarios y los bancos centrales en cuestiones de interés común, y al análisis del impacto de las exigencias de regulación y supervisión sobre la estabilidad financiera.
- 2 Véase la nota de prensa relacionada, que puede consultarse en www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3.en.html. Las autoridades de los Estados miembros que se incorporaron a la UE en el 2004 firmaron este acuerdo en junio de ese año.
- 3 Véase la nota de prensa relacionada, que puede consultarse en www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050518_1.en.html.

las autoridades involucradas deberían estar preparadas para realizar debates informados a escala transfronteriza en caso necesario a través de las redes y comités existentes. Para reforzar la cooperación entre las autoridades, el Convenio de Cooperación del 2005 también incluye mecanismos para la elaboración de planes de contingencia para gestionar situaciones de crisis, junto con pruebas de estrés y ejercicios de simulación. Por último, incluye una declaración expresa de que no debe interpretarse como una excepción (i) al principio de responsabilidad financiera principal de los propietarios/accionistas de la empresa, (ii) a la necesidad de vigilar a los acreedores, y (iii) a la primacía de soluciones de mercado cuando se trata de resolver situaciones de crisis en instituciones individuales.

Además, desde enero del 2001 existe un Convenio de Cooperación Multilateral relativo a la cooperación entre supervisores bancarios y bancos centrales, en su calidad de supervisores de los sistemas de pago⁴. Aunque este acuerdo no se centra específicamente en la gestión de crisis, contiene algunas disposiciones que se ocupan de la transmisión de información en caso de que surjan problemas de liquidez o de solvencia. Esto guarda relación, en particular, con el posible riesgo de contagio en caso de que la incapacidad de un participante en el mercado para cumplir sus obligaciones en un sistema de grandes pagos ponga en peligro la capacidad de las contrapartidas para atender sus obligaciones con rapidez.

4 Véase la nota de prensa relacionada, que puede consultarse en www.ecb.int/press/pr/date/2001/html/pr010402.en.html.

CONVENIOS REGIONALES

Los convenios de cooperación de la UE sobre gestión de crisis establecen un marco general para la cooperación voluntaria entre las autoridades responsables de preservar la estabilidad financiera. Este marco se ha desarrollado, y sigue desarrollándose, a nivel bilateral y regional.

En consonancia con las recomendaciones del EFC del año 2001, es posible que las autoridades de algunos Estados miembros necesiten me-

canismos de cooperación más específicos, como consecuencia, por ejemplo, de las interrelaciones sistémicas procedentes de grupos bancarios con una presencia destacada en esos países. Estos mecanismos de cooperación reforzados han adoptado la forma de acuerdos bilaterales o regionales. En el recuadro 2 se describen brevemente dos ejemplos de convenios de cooperación regionales, y se analiza cómo sirven de complemento a los acuerdos vigentes en el ámbito de la UE.

Recuadro 2

CONVENIOS DE COOPERACIÓN REGIONALES SOBRE GESTIÓN DE CRISIS

En este recuadro se describen dos convenios de cooperación regionales, el Convenio de Cooperación entre los bancos centrales de los países nórdicos y el suscrito entre las autoridades neerlandesas y belgas.

Los bancos centrales de los países nórdicos, Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia, han suscrito un acuerdo regional plasmado en el Convenio de Cooperación para la «gestión de crisis en entidades de crédito con establecimientos en otros países» (Management of a financial crisis in banks with cross-border establishments)¹. Este acuerdo se basa en dos principios. En primer lugar, se espera que la creación de un marco para la gestión de crisis y la divulgación de información relevante facilite la cooperación entre los bancos centrales. En segundo lugar, el carácter no vinculante del

1 Disponible en las direcciones en Internet de los bancos participantes.

convenio de cooperación se considera una forma adecuada de facilitar dicha cooperación, sin limitar la flexibilidad de los bancos centrales como instituciones independientes. Partiendo de estos principios, el acuerdo se ocupa de la considerable actividad transfronteriza de un grupo bancario nórdico en particular, que puede tener implicaciones para la estabilidad financiera en más de uno de los países que han suscrito el acuerdo.

Las disposiciones del Convenio de Cooperación entre los bancos centrales de los países nórdicos son las mismas que las del Convenio de Cooperación del 2003 entre supervisores bancarios y bancos centrales de la UE, pero, mientras que este último establece un marco general, el convenio de cooperación de los países nórdicos incluye mecanismos más específicos y detallados para la cooperación y el intercambio de información en la gestión de crisis que afecten a grupos bancarios, así como las condiciones que han de cumplirse para poder adoptar medidas relacionadas con la liquidez y la solvencia, procedimientos prácticos relativos a la coordinación de los bancos centrales (concretamente, la activación de un grupo de gestión de crisis), especificaciones para establecer los contactos necesarios y recopilar información, y la coordinación de la comunicación con el público. Además, el Convenio de Cooperación de los países nórdicos amplía el ámbito del Convenio de Cooperación del 2003, ya que ha sido firmado por las autoridades de dos países que no pertenecen a la UE (Islandia y Noruega).

Recientemente, el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, la Commission Bancaire, Financière et des Assurances y el De Nederlandsche Bank también han adoptado un acuerdo regional². Como en el caso de los países nórdicos, la adopción de este acuerdo se basa en la opinión de que los sistemas financieros de Bélgica y de los Países Bajos están tan interrelacionados que hacen necesario estrechar la cooperación en los ámbitos de la supervisión y la gestión de crisis financieras.

A tal fin, el acuerdo tiene por objeto facilitar la cooperación transfronteriza, en parte mediante la creación de un comité de crisis integrado por las tres autoridades, que se ocuparía de los procedimientos de consulta y de coordinación, recopilaría información, prepararía decisiones y mantendría contactos con la institución afectada por la crisis y con otros participantes en el mercado. También tiene como objetivo asegurar que determinada información está disponible en una situación de crisis. Por último, reconoce la necesidad de estrechar la cooperación transfronteriza, como exige la DRC.

2 Véase la nota de prensa relacionada, que puede consultarse en las direcciones en Internet de las instituciones participantes.

MECANISMOS NACIONALES

Los mecanismos nacionales para la gestión de crisis financieras también son un componente importante del marco de estabilidad financiera de la UE en su conjunto. Una comunicación y una acción política efectivas a escala transfronteriza dependen, en gran medida, de lo fluida que sea la interacción entre las autoridades en el contexto nacional.

Los acuerdos nacionales establecidos entre las autoridades responsables de salvaguardar la estabilidad financiera con el objetivo de facilitar su interacción en posibles situaciones de crisis comprenden una variedad de mecanismos institucionales. Entre estos se incluyen

comités de estabilidad financiera, convenios de cooperación y otros instrumentos de coordinación formales o informales. Un ejemplo es el Convenio de Cooperación del Reino Unido, que establece un marco para la cooperación en el área de la estabilidad financiera entre el Tesoro, el Bank of England y la Financial Services Authority. El convenio define las funciones de cada autoridad y explica cómo colaboran hacia la consecución del objetivo común de la estabilidad financiera¹².

12 El convenio de cooperación puede consultarse en la dirección del Bank of England en Internet, <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf>.

COMITÉS DE LA UE

En el ámbito de la UE, la organización de la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades responsables de salvaguardar la estabilidad financiera corre a cargo de una serie de comités, entre los que se encuentran el EFC, el Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en sus siglas en inglés), el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés), y el Comité de Servicios Financieros (FSC, en sus siglas en inglés)¹³.

Estos comités desempeñan un destacado papel en el reforzamiento de los mecanismos para la gestión de crisis financieras, por ejemplo en la elaboración y aplicación de los convenios de cooperación anteriormente mencionados. En los casos en los que pudiera ser necesaria la cooperación multilateral entre las autoridades a escala de la UE, podría recurrirse a los comités existentes para que, dentro del ámbito de sus funciones y cometidos, faciliten el intercambio de información, opiniones y valoraciones.

En este contexto se ha de señalar que el CEBS¹⁴ ha estado trabajando en la aplicación de la DRC y la consiguiente convergencia de las prácticas de supervisión¹⁵. Además, este comité y el BSC están trabajando conjuntamente en las prácticas de supervisión y de banca central para gestionar crisis financieras transfronterizas. El objetivo es mejorar la eficacia operativa de los acuerdos vigentes, incluidas las disposiciones pertinentes de la DRC.

3.3 EL MARCO DE LOS BANCOS CENTRALES

En una situación de posible crisis financiera, los bancos centrales han de desempeñar un importante papel como autoridades monetarias, así como en el contexto de su responsabilidad en la contribución al correcto funcionamiento de los sistemas de pago y a la preservación de la estabilidad del sistema financiero.

Al ejercer estas responsabilidades, los bancos centrales pueden detectar señales de aviso o perturbaciones en los mercados monetarios o en los mercados financieros en general, así como en los sistemas de pago, que podrían convertirse en si-

tuaciones de crisis. Además, pueden analizar los posibles canales de contagio consecuencia de una perturbación o una crisis en los mercados financieros y, por consiguiente, su probable propagación a las instituciones financieras, a los mercados y a sus infraestructuras.

En caso de que se produzcan perturbaciones en los mercados financieros, los bancos centrales disponen de los instrumentos necesarios para ayudar a que los canales de distribución de la liquidez en los mercados vuelvan a funcionar correctamente. Entre estos instrumentos se incluyen las operaciones de ajuste, que tienen por objeto proporcionar liquidez agregada a los mercados, o medidas relacionadas con los sistemas de pago, como retrasar la hora de cierre de los sistemas para poder liquidar los pagos pendientes. Además, los bancos centrales disponen de facilidades permanentes que proporcionan liquidez a un día a las entidades de contrapartida a petición de éstas. El tipo de interés de estas facilidades suele ser sustancialmente superior al tipo de mercado correspondiente, por lo que, por regla general, las contrapartidas sólo recurren a ellas cuando no hay otra alternativa¹⁶.

Uno de los instrumentos a disposición de los bancos centrales en una situación de crisis es la provisión urgente de liquidez (ELA, en sus siglas en inglés) a entidades de crédito individuales utilizando como contraprestación activos de garantía adecuados. En general, este mecanismo consiste en proporcionar liquidez, en circunstancias extraordinarias, a una entidad de crédito con proble-

13 El EFC está integrado por representantes de los Ministerios de Economía y de los bancos centrales. El BSC y el CEBS están formados por representantes de los bancos centrales y de las autoridades de supervisión bancaria, y el FSC por representantes de los Ministerios de Economía. El BCE cuenta con representación en todos estos comités, ya sea como miembro o en calidad de observador.

14 Según la Decisión de la Comisión 2004/5/CE, de 5 noviembre de 2003, la misión del CEBS es asesorar a la Comisión Europea, en particular en lo que respecta a la preparación de proyectos de medidas de implementación en el ámbito de las actividades bancarias, contribuir a la aplicación coherente de las directivas de la Comunidad y a la convergencia de las prácticas de supervisión de los Estados miembros en toda la Comunidad, y reforzar la cooperación en materia de supervisión, incluido el intercambio de información.

15 En particular, la preparación de orientaciones para la aplicación efectiva y coherente del marco jurídico modificado referente a grupos bancarios transfronterizos y para reforzar los contactos operativos entre los supervisores nacionales.

16 Véase *La política monetaria del BCE*, BCE, 2004, p. 76.

mas temporales de liquidez que no puede obtenerla en el mercado o participando en operaciones de política monetaria. Esta provisión de liquidez excepcional y temporal debe respetar la prohibición de financiación monetaria establecida en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y en el Reglamento del Consejo de la UE relacionado¹⁷. No obstante, una entidad de crédito no puede dar por supuesto que va a tener acceso automático a la liquidez proporcionada por el banco central. La provisión urgente de liquidez, como una función de banca central, es discreción del banco central nacional, que considerará los factores relevantes que puedan avalar el recurso al prestamista de última instancia. Concretamente, la provisión urgente de liquidez puede estar justificada para prevenir o mitigar posibles efectos sistémicos sobre las instituciones financieras, incluidas las repercusiones en las infraestructuras de mercado tales como cortes en los sistemas de pago y de liquidación. La provisión de liquidez adicional por parte del banco central no debe considerarse uno de los principales instrumentos disponibles para gestionar crisis financieras, ya que se limita a proporcionar liquidez con carácter temporal en circunstancias excepcionales. Por tanto, si, a pesar de los mecanismos de prevención, se produce una crisis en una institución financiera, siempre será preferible, en la medida de lo posible, que la solución proceda del sector privado. Cuando estas soluciones se consideren insuficientes o imposibles, se podrían considerar los instrumentos pertinentes de la red de seguridad financiera, tales como la aplicación de medidas de supervisión específicas, el recurso a los fondos de garantía de depósitos y, en última instancia, la liquidación de la institución afectada.

La cooperación entre los bancos centrales de la UE en una situación de crisis transfronteriza se verá facilitada, en los casos en los que esté justificado, por los procedimientos establecidos en los convenios de cooperación regionales y de la UE, que, en particular, servirán para intercambiar información en caso de que surjan perturbaciones de carácter financiero, para analizar las posibles implicaciones sistémicas y, si se considera necesario, coordinar la acción política entre los bancos centrales, así como entre los bancos centrales y otras autoridades.

En el marco específico del Eurosistema, se dispone de los mecanismos necesarios para hacer frente a una crisis financiera.

En primer lugar, el Eurosistema ha instaurado los procedimientos operativos adecuados para contener, en el ámbito de sus funciones, los posibles efectos sistémicos de una perturbación financiera, entre los que se incluyen procedimientos aplicables a la ejecución de operaciones de política monetaria y operaciones con divisas, al funcionamiento de TARGET, a la vigilancia de los sistemas de pago (considerando también las posibles consecuencias para el funcionamiento de otras infraestructuras de mercado) y a la preservación de la estabilidad financiera. En este contexto, los comités del Eurosistema/SEBC creados para prestar asistencia y asesoramiento a los órganos rectores del BCE, también proporcionan la infraestructura técnica necesaria para gestionar los efectos de una posible perturbación en la zona del euro¹⁸.

En segundo lugar, el Eurosistema también dispone de procedimientos relativos a la provisión urgente de liquidez a entidades de crédito individuales de la zona del euro, que son responsabilidad de los bancos centrales nacionales (BCN). Estos procedimientos tienen por objeto asegurar un flujo de información adecuado hacia los órganos rectores del BCE en el ámbito del Eurosistema. De este modo, el impacto de una intervención de este tipo sobre las condiciones de liquidez agregada de la zona del euro puede gestionarse de manera acorde con el mantenimiento de una orientación adecuada de la política monetaria única.

4 VERIFICACIÓN DEL MARCO: EJERCICIOS DE SIMULACIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

Como se ha descrito en las secciones anteriores, los mecanismos de la UE para gestionar crisis fi-

17 A esta prohibición se hace referencia en el artículo 101 del Tratado, al que se ha incorporado como anexo el Reglamento del Consejo (CE) No 3603/93.

18 Entre los comités que prestan asistencia a los órganos rectores del BCE, el Comité de Operaciones de Mercado (MOC, en sus siglas en inglés), el Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación (PSSC, en sus siglas en inglés) y el BSC son los que estarían más directamente involucrados en la gestión de crisis financieras.

nancieras comprenden principios y procedimientos que respaldan la cooperación y el intercambio de información entre autoridades. La mayor parte de los componentes de estos mecanismos son de carácter práctico, lo que proporciona a las autoridades la flexibilidad y la discreción necesarias en lo que se refiere a la adopción de medidas específicas para hacer frente a las características singulares de una situación de crisis. Este margen de flexibilidad y discreción también es importante, si se tiene en cuenta el riesgo de que actores privados puedan asumir riesgos excesivos con la esperanza de conseguir apoyo de las autoridades en caso de dificultades, reduciendo así los incentivos para actuar con prudencia y aumentando las posibilidades de que se produzca una crisis. Por consiguiente, como principio, las soluciones de mercado deberían ser la primera opción para resolver situaciones de crisis en instituciones individuales. Este principio quedó reafirmado en el marco de la UE en las recomendaciones del año 2001 del EFC y en el Convenio de Cooperación del 2005.

Dada la naturaleza práctica de los mecanismos de gestión de crisis financieras, es probable que su eficacia aumente a medida que las autoridades de la UE se vayan familiarizando con su funcionamiento. Por ello, las autoridades competentes han organizado ejercicios de simulación de crisis financieras, que, en la medida de lo posible, tratan de reproducir situaciones reales de crisis, y de poner a prueba el funcionamiento de los mecanismos y los aspectos operativos de los instrumentos previstos en las normas y procedimientos de la UE. Al poner de manifiesto los posibles factores de presión de estos mecanismos, estos ejercicios también pueden ayudar a las autoridades a identificar las posibilidades de mejora de los procedimientos de cooperación en la gestión de crisis.

4.1 ALCANCE Y UTILIDAD DE LOS EJERCICIOS DE SIMULACIÓN

Los ejercicios de simulación pueden centrarse en distintos aspectos de los procesos aplicados a la gestión de crisis financieras. En primer lugar, el ejercicio puede centrarse en los instrumentos de carácter político, esto es, en los mecanismos de cooperación y de intercambio de información entre

autoridades, concebidos para asegurar la eficiencia en los procesos de toma de decisiones. En particular, las autoridades pueden necesitar constatar si se dispone de los procedimientos adecuados para intercambiar información que contenga los datos necesarios para determinar la naturaleza y las implicaciones sistémicas de una crisis, así como para coordinar las decisiones de carácter político requeridas para preservar la estabilidad del sistema financiero. El escenario de crisis puede incluir incentivos contradictorios entre las autoridades participantes, con el fin de simular elecciones difíciles de política económica.

En segundo lugar, el ejercicio de simulación puede centrarse en los mecanismos de contingencia. En este caso, el objetivo del ejercicio es someter a prueba los procedimientos e infraestructuras técnicos y operativos. Este tipo de ejercicio está diseñado para crear un escenario de crisis en el que se verificarían los procedimientos más relevantes disponibles para asegurar el desempeño continuado y eficaz de las funciones de las autoridades. Se presta especial atención a factores de presión como el tiempo, la ambigüedad, la incertidumbre, el exceso de información y las limitaciones logísticas. Además, el ejercicio somete a prueba los procedimientos de comunicación interna y de toma de decisiones de las autoridades, así como procesos relacionados, tales como el contacto con terceros o la comunicación con el público.

La organización de un ejercicio de simulación tiene distintas fases, y todas pueden proporcionar información valiosa. El proceso de aprendizaje comienza con el diseño del ejercicio. Para los organizadores, reflexionar sobre los principales elementos de un escenario de crisis que se está desarrollando puede contribuir a que comprendan mejor las señales iniciales y los canales de transmisión de una posible perturbación, que podrían resultar difíciles de determinar en una situación real. Esto también puede aportar información para el análisis periódico de la estabilidad financiera, mediante la identificación de indicadores y factores adicionales que pueden justificar la necesidad de realizar un seguimiento.

La realización del ejercicio también puede proporcionar conclusiones valiosas, ya que la simulación

de una crisis puede considerarse una «herramienta de formación». Los participantes aprenden a conocer mejor los flujos de información y los procesos de toma de decisiones en una situación de crisis, y mejoran sus habilidades para utilizar los mecanismos existentes bajo presión y en casos de mayor incertidumbre y de posible ambigüedad. Además, el reto de efectuar las valoraciones y adoptar las decisiones necesarias en un espacio de tiempo muy limitado es una experiencia importante para las autoridades participantes. Como corolario, los ejercicios pueden mejorar la capacidad de personas clave para responder a tiempo y de manera eficaz al rápido desarrollo de acontecimientos complejos. Por último, la participación en un ejercicio de simulación puede contribuir a mejorar las relaciones entre distintas autoridades, lo que puede aumentar la disposición a cooperar en una situación de emergencia.

La fase de evaluación de un ejercicio de simulación puede proporcionar información sobre la idoneidad de los marcos existentes para la gestión de crisis financieras. Un ejercicio de este tipo puede poner de manifiesto la existencia de obstáculos de carácter jurídico, regulatorio o de comportamiento para una interacción fluida entre las autoridades, algo especialmente importante en un contexto transfronterizo en el que el intercambio de información, la coordinación y la toma de decisiones son más complejos que en el ámbito nacional. Pueden surgir opiniones contradictorias en lo que respecta al impacto sistémico de una crisis y a los instrumentos a los que se debe recurrir para resolverla. Un ejercicio de simulación también puede aportar información sobre si es necesario reforzar los mecanismos de carácter operativo y político y sobre si los distintos instrumentos que las autoridades tienen a su disposición para abordar una crisis son adecuados o han de perfeccionarse. En general, un ejercicio de simulación contribuye a una mejor planificación anticipada de la gestión de una posible crisis.

Un ejercicio de simulación de crisis financiera no puede ni debe tratar de proporcionar una solución única para la gestión de crisis. Dada la singularidad de los factores que originan y propagan una crisis financiera, no existe una «respuesta correcta» en lo que se refiere al proceso y al resultado de

la gestión de crisis. El valor de un ejercicio de este tipo reside más bien en las lecciones extraídas en lo que respecta a la interacción entre organizaciones y la idoneidad de los mecanismos existentes.

4.2 LA EXPERIENCIA CON EJERCICIOS DE SIMULACIÓN

Los ejercicios de simulación de crisis financieras basados en los mecanismos descritos en este artículo se han llevado a cabo a escala nacional, regional y de la UE.

En el ámbito de la UE se han organizado ejercicios de simulación de crisis financieras para someter a prueba la eficacia de los mecanismos que contribuyen a preservar la estabilidad financiera en su conjunto. El primer ejercicio de este tipo, realizado en septiembre del 2003 a iniciativa del BSC, tenía por objeto poner a prueba las disposiciones del Convenio de Cooperación del año 2003, y proporcionó información de utilidad sobre distintos aspectos de la cooperación transfronteriza entre los supervisores bancarios y los BCN en caso de producirse una crisis financiera sistémica.

En abril del 2006, en el BCE se llevó a cabo un ejercicio de simulación de la gestión de crisis financieras a escala de la UE a iniciativa del EFC, con el fin de someter a prueba el Convenio de Cooperación del año 2005. En el ejercicio participaron representantes de todas las autoridades de supervisión bancaria de la UE, de los bancos centrales y de los Ministerios de Economía. Considerando los resultados del ejercicio, el Consejo ECOFIN acordó continuar los trabajos para reforzar la cooperación entre las autoridades de los Estados miembros responsables de la estabilidad de los mercados financieros¹⁹.

En el contexto de los instrumentos de que dispone el Eurosistema para preservar la estabilidad financiera, los bancos centrales que lo integran también han llevado a cabo ejercicios con el objeto de valorar la capacidad del Eurosistema para abordar una crisis financiera compleja con posibles implicaciones sistémicas para varios países de la zona del euro. El más reciente se realizó en mayo del 2006.

¹⁹ Véase el comunicado de prensa del Consejo ECOFIN al respecto, que puede consultarse en www.eu2006.fi/calendar/vko41/en_GB/1147696509264/?u4.highlight=.

Los ejercicios abarcaron todas las funciones de banca central relevantes, incluida la ejecución de la política monetaria, el funcionamiento de TARGET, la vigilancia de los sistemas de pago (considerando también las posibles consecuencias para el funcionamiento de otras infraestructuras de mercado) y el mantenimiento de la estabilidad financiera. Como el grado de integración financiera de la zona del euro es elevado, en los ejercicios se prestó especial atención a las interrelaciones sistémicas entre los componentes del sistema financiero, incluidas las instituciones, los mercados y sus infraestructuras, tanto en el ámbito nacional como transfronterizo. La realización de los ejercicios confirmó que el Eurosistema está preparado para afrontar acontecimientos con posibles implicaciones sistémicas que podrían afectar al sistema financiero de la zona del euro.

5 CONCLUSIONES

Desde la introducción del euro, el debate en torno a la idoneidad de los mecanismos institucionales de la UE para preservar la estabilidad financiera se ha centrado en la capacidad de un marco basado, en su mayor parte, en el ejercicio de responsabilidades en el ámbito nacional para prevenir y gestionar crisis en unos mercados financieros cada vez más integrados. En este contexto, los mecanismos específicos de la UE para la gestión de crisis financieras han sido valorados exhaustivamente, se han reforzado y se han sometido a prueba a través de ejercicios de simulación, que han incrementado la capacidad del actual marco institucional para afrontar crisis de manera eficaz.

El enfoque seguido hasta ahora ha consistido en desarrollar procedimientos que tienen por objeto apoyar la interacción entre las distintas autoridades, en el ámbito nacional y transfronterizo, con el

fin de asegurar la efectiva salvaguarda de la estabilidad financiera en el mercado financiero único. Estos procedimientos tienen en cuenta el hecho de que las autoridades, en el ámbito de sus responsabilidades, necesitan conservar la discreción y la flexibilidad necesarias para abordar los aspectos concretos de una situación de posible crisis. En consecuencia, los procedimientos se introdujeron a través de medidas de naturaleza diversa, entre las que se incluyen iniciativas legislativas, acuerdos de cooperación voluntaria y el reforzamiento de la aplicación práctica del marco general para la gestión de crisis financieras, en parte mediante el sometimiento a pruebas exhaustivas en ejercicios de simulación.

Este enfoque tiene la ventaja de proporcionar un marco integral, flexible y de varios niveles a escala de la UE, y la posibilidad de adaptarse a los retos específicos que una situación de crisis puede plantear a las autoridades competentes, especialmente en términos de afrontar implicaciones sistémicas transfronterizas. Además, este marco está abierto a la introducción de mejoras de carácter práctico en determinadas áreas, en caso de que se estimen necesarias a la vista de la evolución del panorama financiero. La valoración periódica del funcionamiento efectivo de los mecanismos institucionales existentes para la gestión de crisis también puede constituir la base para la introducción de dichas mejoras. A este respecto, en la reunión celebrada el 10 de octubre de 2006 en Luxemburgo, el Consejo ECOFIN llegó a la conclusión de que, tras el ejercicio de simulación realizado a escala de la UE en abril del 2006, había que seguir trabajando para reforzar la cooperación entre las autoridades competentes y garantizar que los mecanismos existentes en la UE para salvaguardar la estabilidad financiera se corresponden con la evolución en los mercados financieros.

REMESAS DE EMIGRANTES A LAS REGIONES VECINAS DE LA UE

ARTÍCULOS

Remesas
de emigrantes
a las regiones
vecinas de la UE

La emigración hacia la UE desde regiones vecinas no constituye un nuevo fenómeno, pero ahora existe un interés creciente a nivel internacional sobre los pagos —denominados habitualmente «remesas»— que los emigrantes envían a su país de origen. El flujo de remesas ha crecido sustancialmente en los últimos años, y éstas desempeñan un papel cada vez más importante en la economía de muchos de los países receptores. Al mismo tiempo, se considera que existe el riesgo de que los canales a través de los cuales se envían las remesas sean utilizados para el blanqueo de dinero y para financiar el terrorismo. En este artículo se examinan las remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE. La evidencia disponible sugiere que las remesas son especialmente importantes en los países a los que se les ha concedido la posibilidad de pertenecer a la UE. Además, ya se ha empezado a trabajar a nivel internacional para mejorar los datos sobre remesas y garantizar que los proveedores de servicios de transferencia de remesas operen de una manera segura y solvente. En el artículo se llega a la conclusión de que supone todo un reto para los países receptores mejorar la absorción de los flujos de remesas en sus economías para beneficiar su desarrollo y su crecimiento.

I INTRODUCCIÓN

La migración es un fenómeno mundial. Este artículo se centra en los emigrantes procedentes de los países de las regiones que se sitúan al sur, suroeste y este de la UE (en adelante, «las regiones vecinas de la UE»), cuyo flujo de emigrantes hacia la UE es perceptible. Una vez que disponen de una fuente de ingresos, los emigrantes suelen «remitir» fondos a los familiares que permanecen en su país de origen. El concepto de «remesa» se refiere, básicamente, al proceso de transferir dinero de una persona a otra, sobre todo para ayudar a sus familias en el país de origen. La intensidad de este flujo puede variar mucho, dependiendo de las motivaciones de los individuos implicados y de distintos factores económicos, como las diferencias en los niveles de renta.

Aunque las remesas son el resultado de las decisiones de los individuos, se considera cada vez más como una cuestión de política de desarrollo. La literatura económica ha examinado el impacto de las remesas en las economías receptoras. Se han identificado los inconvenientes, como un mayor consumo, que posiblemente se traduzca en un empeoramiento de las balanzas por cuenta corriente y por cuenta de capital, lo que a su vez podría reducir los incentivos para que el receptor de las remesas busque trabajo. Sin embargo, la opinión predominante es que los países receptores se benefician de los flujos estables de financiación externa, con frecuencia contracíclica, que les permite —en determinadas circunstancias— suavizar el

ciclo económico, mejorar la calidad crediticia y aumentar la formación de capital¹.

Las remesas de los trabajadores se han convertido en un componente fundamental de los flujos financieros mundiales desde los países desarrollados hacia los países en vías de desarrollo, representando la segunda fuente en importancia de la financiación externa de los países en desarrollo —la fuente principal es la inversión extranjera directa (IED)— y, en muchos casos, una fuente más significativa que las prestaciones públicas y la condonación de la deuda. En algunas ocasiones, los flujos representan un porcentaje muy elevado del PIB de los países receptores y ayudan a financiar los desequilibrios externos de los países.

Las instituciones internacionales han reconocido la importancia de las remesas como una de las maneras posibles de intensificar el crecimiento y compensar la pérdida de capital humano en el país de origen de los emigrantes. Se está trabajando a nivel internacional para mejorar los datos estadísticos, lo que permitiría entender mejor los flujos de remesas y sus repercusiones en la política, así como para definir principios generales relativos a los servicios de transferencia de remesas, a fin de aumentar la eficiencia, la solvencia y la transparencia de dichos servicios. En la UE, en la pro-

1 La migración de trabajadores tiene, potencialmente, importantes repercusiones en la política monetaria a través de sus efectos sobre la oferta y la demanda. Sin embargo, resulta difícil evaluar estos efectos con precisión, a causa, en parte, de la falta de datos fiables y puntuales.

puesta de directiva sobre servicios de pago en el mercado interior, se abordan distintos asuntos relacionados con las remesas². Por último, en las actuaciones encaminadas a luchar contra el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo, también se presta atención a los flujos de remesas.

En la segunda sección del artículo se examinan los datos de inmigración y de expatriación para la UE, y se hace especial hincapié en los flujos migratorios hacia la UE procedentes de las regiones vecinas. En la tercera sección se presentan las definiciones estadísticas y de sistemas de pagos relativas a las remesas y también los resultados empíricos sobre los motivos que llevan a los emigrantes a remitir fondos a sus países de origen. En la cuarta, se ofrece una panorámica de los flujos de remesas hacia las regiones vecinas de la UE. En la quinta, se analizan las remesas en relación con las economías receptoras. La sexta describe las iniciativas internacionales para mejorar los datos sobre los flujos de remesas y las actividades que se están llevando a cabo para mejorar la seguridad y la eficiencia de los servicios internacionales de transferencia de remesas. En la última sección se exponen los retos para mejorar el uso de las remesas en

los países receptores y se examinan algunas de las características de los mercados bancarios locales.

2 EMIGRACIÓN HACIA LA UE: ALGUNAS CIFRAS

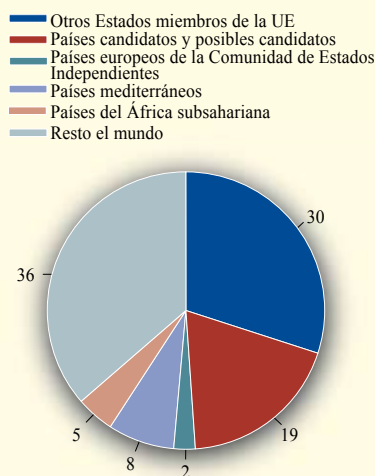
La nacionalidad de los residentes en los 27 Estados miembros de la UE varía considerablemente de un país a otro. Tomando la UE en su conjunto, los datos de la base de datos de la OCDE sobre inmigrantes y expatriados³ y de un informe publicado por la Comisión Europea⁴ muestran que el 95% de la población de la UE vive en su propio país y que, del restante 5%, el 70% procede de países fuera de la UE y el 30% son emigrantes originarios de otros Estados miembros de la UE (véase gráfico 1). Utilizando datos para el período comprendido entre 1999 y 2003, ello significa, en cifras, que en la UE, con una población total de 481 millones, de los 24 millones que no son nacionales de los Estados miembros, 17 millones proceden de fuera de la UE y 7 millones pueden clasificarse como emigrantes intracomunitarios⁵.

Este artículo se centra en los emigrantes procedentes de las regiones vecinas de la UE⁶:

- El grupo más importante es el de los ciudadanos originarios de países vecinos de la UE con los que están abiertas las negociaciones para su incorporación a la UE o a los que se les ha ofrecido oficialmente la posibilidad de integrarse en ella en algún momento (es decir, Albania,

Gráfico 1 Origen de los residentes no nacionales en los 27 Estados miembros de la UE

(en porcentaje)



Fuentes. OCDE, informe GEDAP/EMZ y cálculos del BCE.

Nota: En muchos países de la UE, los datos de población se basan en el censo de población, y en algunos países, en el registro de población.

2 «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de pago en el mercado interior por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2000/12/CE y 2002/65/CE» [COM(2005) 603 final].

3 http://www.oecd.org/document/51/0,2340,en_2825_494553_34063091_1_1_1_1,00.html.

4 «Migration and Asylum in Europe 2002», del Groupe d'étude de Démographie Appliquée y del Instituto de Berlín para la Investigación Social Comparada (informe GEDAP/EMZ), que forma parte de un proyecto financiado por la Comisión Europea.

5 La última cifra puede ser una estimación a la baja, ya que los datos en que se basó la estimación se compilaban a comienzos de este siglo, y excluyen los cambios producidos como resultado de la libertad de circulación concedida a los ciudadanos de los diez países mediterráneos y de la Europa Central y Occidental que se incorporaron a la UE el 1 de mayo del 2004 y de Bulgaria y Rumanía, que se integraron el 1 de enero de 2007.

6 Yendo más allá de las regiones que se consideran en este artículo, el gráfico 1 muestra que los inmigrantes y los expatriados del resto del mundo representan en torno a un tercio de todos los ciudadanos que no son nacionales de la UE.

Bosnia-Herzegovina, Croacia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Serbia, Montenegro y Turquía). Los ciudadanos de esos países candidatos y posibles candidatos representan el 19% de la población que no es nacional de la UE, es decir, 4,6 millones.

- El segundo grupo comprende los ciudadanos de los países situados en las orillas meridional y oriental del Mediterráneo, que constituyen el 8% de la población que no es nacional de la UE, es decir, 1,9 millones.
- El tercer grupo se compone de ciudadanos del África subsahariana, que representan el 5% de la población que no es nacional de la UE, es decir, 1,1 millones.
- El cuarto grupo, que constituye el 2% de la población que no es nacional de la UE, es decir, 0,9 millones, incluye ciudadanos de Rusia y de otros países europeos de la Comunidad de Estados Independientes (CEI).

Los emigrantes de estas cuatro regiones proceden de países de los que se espera que profundicen, en diverso grado, sus relaciones institucionales, económicas y financieras con la UE en la próxima década. Esto se producirá de una de las tres maneras siguientes: i) como resultado de la ampliación de la UE; ii) a través de la Política Europea de Vecindad (que se refiere a los países mediterráneos y a los antiguos países de la CEI); o iii) por la firma de acuerdos de comercio preferenciales (por ejemplo, con los países del África subsahariana).

3 DEFINICIÓN Y DETERMINANTES DE LAS REMESAS DE EMIGRANTES

DEFINICIÓN

Las remesas son internacionales por naturaleza y, por lo tanto, se definen desde una perspectiva internacional. No obstante, al definir remesas nos encontramos con dos dimensiones: la dimensión estadística y la dimensión de sistemas de pagos, y hay divergencias entre ellas en cuanto a la finalidad y la cobertura:

- En cuanto a la finalidad, los estadísticos consideran las remesas fundamentalmente como parte de la balanza de pagos, mientras que los expertos en sistemas de pago las consideran en términos de operaciones de pago entre dos individuos.
- En cuanto a la cobertura, los estadísticos incluyen las transferencias entre individuos, incluidas las transferencias en efectivo y en especie, mientras que los expertos en sistemas de pago se centran en las transferencias electrónicas, pero también reconocen la existencia de sistemas de remesas en las que interviene el efectivo.

En consecuencia, el Manual de Balanza de Pagos del FMI y el informe titulado «General Principles for International Remittance Services», preparado conjuntamente por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del G-10 y el Banco Mundial, ofrecen definiciones diferentes de las remesas de emigrantes. En el recuadro 1 se presentan en más detalle estas dos definiciones.

DETERMINANTES

La literatura económica identifica varios motivos por los que los emigrantes remiten fondos a su país de origen⁷.

En general, los emigrantes se preocupan por la familia que ha quedado en sus países de origen y transfieren regularmente, en su mayor parte, pequeñas cantidades de dinero para mantener la capacidad de su familia de consumir o de pagar la educación de los niños. Normalmente, tales remesas son más elevadas cuando los emigrantes residen fuera de sus países de origen por períodos de corta duración o al comienzo de una estancia en el extranjero más prolongada. Las remesas tienden a disminuir cuánto más tiempo lleve fuera de su país de origen el emigrante. La capacidad de enviar remesas depende crucialmente del nivel de los salarios —que suele estar directamente relacionado con los niveles de capacitación de la persona— y del coste de la vida en el país de residencia.

⁷ Véase, por ejemplo, «Determinants of Workers' Remittances – Evidence from the European Neighbouring Region», ECB Working Paper n.º 688, octubre del 2006, de Ioana Schiopu y Nikolaus Siegfried.

Además, surge el interés personal, por ejemplo, cuando se efectúan las transferencias como: devoluciones a la familia por haber financiado la emigración inicial; seguros frente a perturbaciones en la renta en el país de origen del emigrante;

o pagos a cambio de servicios prestados por miembros de la familia en el país de origen, como atender a los familiares, u ocuparse de las propiedades y de asuntos relacionados con la herencia.

Recuadro I

DEFINICIONES DE REMESAS

Definición estadística

Las estadísticas oficiales de remesas se recogen y se comunican fundamentalmente en el marco de la balanza de pagos, que se basa conceptualmente en la Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos, 1993 (MBP5).

El MBP5 divide las remesas en tres categorías con definiciones distintas:

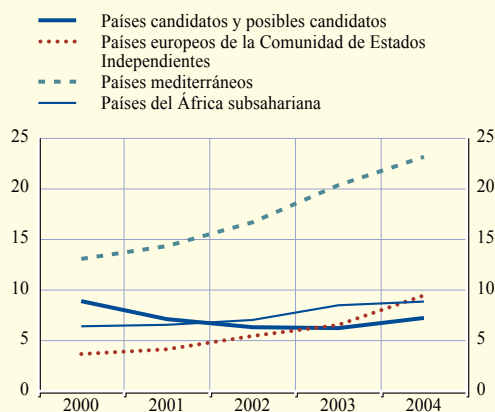
1. Las remesas de trabajadores incluyen las transferencias corrientes enviadas por emigrantes que han trabajado en países de los que no son nacionales durante más de un año y de los que, por lo tanto, se les considera residentes. Las remesas de trabajadores se contabilizan en la partida de transferencias corrientes de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
2. La remuneración de asalariados comprende los sueldos, salarios y otras prestaciones (en efectivo o en especie) percibidos por los individuos —en países distintos de los que son nacionales y de los que aún se les considera residentes— por trabajos realizados para residentes en los países de acogida y pagados por ellos. En este contexto, los asalariados incluyen los trabajadores estacionales y otros trabajadores temporeros (es decir, menos de un año) y trabajadores fronterizos que tienen centros de interés económico en sus propios países. La remuneración de asalariados se contabiliza en la partida de rentas de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
3. Las transferencias de emigrantes no son transacciones entre dos partes, sino contrapartidas de los flujos de bienes y de las variaciones en las partidas financieras que se derivan de la migración (cambio de residencia durante al menos un año) de individuos de un país a otro. Las transferencias contabilizadas son, por lo tanto, equivalentes al patrimonio neto de los emigrantes en el momento de la migración (efectivo y bienes transferidos). Las transferencias de emigrantes se registran en la partida de transferencias de capital de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

Definición en relación con proveedores de servicios de remesas

La definición del informe del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y del Banco Mundial es: «*pagos transfronterizos entre personas, de valor relativamente reducido*». En esta definición, el énfasis se encuentra en los pagos entre personas más que en el pago de bienes y servicios o en los pagos entre empresas. No obstante, como la definición se utiliza para definir principios generales de los servicios de transferencia de remesas, en un sector que realiza una gama de pagos más amplia que los pagos recurrentes de los emigrantes desde los países desarrollados a los países en vías de desarrollo, la definición también incluye otras transferencias transfronterizas entre personas que son de valor reducido. Entre los ejemplos de pago de esta naturaleza se encuentran los pagos de personas que no son emigrantes (v. g., de padres que financian los estudios de sus hijos en el extranjero) y los pagos extraordinarios y no recurrentes (v. g., dinero para cubrir una emergencia nacional) y pagos entre otros países.

Gráfico 2 Remesas brutas de emigrantes recibidas por las regiones vecinas de la UE

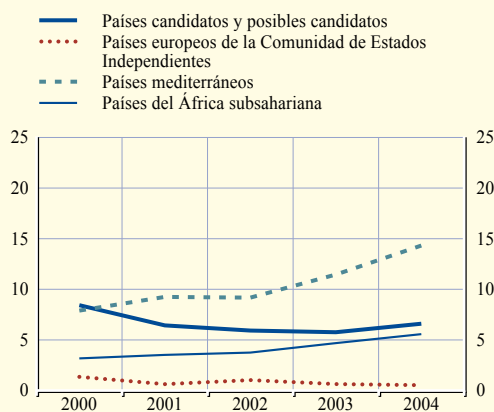
(mm de dólares)



Fuente: Estadísticas de balanza de pagos del FMI.

Gráfico 3 Remesas netas de emigrantes recibidas por las regiones vecinas de la UE

(mm de dólares)



Fuente: Estadísticas de balanza de pagos del FMI.

4 FLUJOS DE REMESAS HACIA LAS REGIONES VECINAS DE LA UE

REMESAS BRUTAS

Los flujos de remesas a escala mundial se han incrementado en los últimos años. Utilizando los datos de los flujos de remesas registrados oficialmente —remesas de trabajadores, remuneración de asalariados y transferencias de emigrantes—, el Banco Mundial⁸ estimó unos flujos mundiales de 226 mm de dólares para el 2004, el último año para el que existe una estimación estadística lo suficientemente amplia, frente a los 69 mm de euros de 1990. Se estimó que los flujos hacia los países en vías de desarrollo fueron de 160 mm de euros en el 2004, frente a los 31 mm de euros de 1990. El Banco Mundial también estimó que el flujo podría ser un 50% más elevado, o incluso más, si se tomaran en consideración los flujos no registrados (es decir, las remesas enviadas a través de empresas de transferencia de fondos no reguladas o de dinero llevado en efectivo por la familia y los amigos).

El total de remesas recibidas por las regiones vecinas de la UE ha crecido en términos nominales hasta alcanzar los 49 mm de dólares en el 2004, frente a los 17 mm de dólares de 1990. No obstante, en términos relativos, y comparando estas ci-

fras con las de los países en vías de desarrollo en su conjunto, el porcentaje de remesas brutas recibidas por la región se redujo del 55% de 1990 al 31% en el 2004.

Si se observa el período 2000-2004, los países mediterráneos fueron los mayores beneficiarios de entre los países de las regiones vecinas de la UE, con un aumento constante de las remesas brutas recibidas (véase gráfico 2). En el 2004, los países mediterráneos recibieron más del doble de remesas que cualquier otra región vecina de la UE.

Dada la escasez de datos, no resulta posible calcular el porcentaje de remesas recibidas por las regiones vecinas de la UE enviado por residentes en la UE. Sin embargo, se dispone de algunas estimaciones: un estudio publicado por el Banco Europeo de Inversiones⁹ llegaba a la conclusión de que la UE es con mucho la principal fuente de remesas de Turquía, Marruecos, Argelia y Túnez, mientras que la mayor parte de las remesas recibidas en Egipto, Líbano, Jordania y Siria proceden de países no pertenecientes a la UE.

8 «Global Economic Prospects, Economic Implications of Remittances and Migration, 2006», Banco Mundial, noviembre del 2005.

9 «Study on improving the efficiency of workers' remittances in Mediterranean countries», financiado por Facility for Euro-Mediterranean Investment and Partnership, 2006, del Banco Europeo de Inversiones.

REMESAS NETAS

Las regiones vecinas de la UE también acogen a emigrantes que envían fondos a sus países de origen. Si se consideran los flujos de entrada de remesas menos los flujos de salida —es decir, las remesas netas— se puede obtener una estimación más precisa de la importancia de tales flujos para la posición frente al exterior de las economías receptoras (véase gráfico 3). Si se comparan las remesas brutas y las remesas netas en el 2004, la diferencia es mayor en el caso de los países mediterráneos (23 mm de dólares de remesas brutas y 14 mm de remesas netas) y de los países pertenecientes a la Comunidad de Estados Independientes (10 mm de dólares de remesas brutas y 0,5 mm de dólares de remesas netas). La diferencia es menos pronuncia-

da en las otras dos regiones: las economías de los países candidatos y de los posibles candidatos se beneficiaron de unas entradas netas equivalentes a 6,6 mm de dólares en el 2004 (7,2 mm de dólares en términos brutos), mientras que los países del África subsahariana recibieron unas entradas netas de 5,6 mm de dólares (8,9 mm de dólares en términos brutos).

5 REMESAS EN RELACIÓN CON LAS ECONOMÍAS RECEPTORAS

Con algunos indicadores (véase cuadro 1), cabe la posibilidad de comparar la importancia de las remesas en las cuatro regiones y en los distintos países. La ratio de remesas netas en relación con el

Cuadro 1 Remesas en relación con las economías receptoras en el 2004

(en porcentaje)

	Remesas netas/PIB	Remesas brutas/ Importaciones de bienes y servicios	Remesas brutas/IED
Países candidatos y posibles candidatos			
Croacia	5,11	10,50	168,17
Antigua República Yugoslava de Macedonia	14,35	25,04	517,70
Turquía	0,27	0,80	28,34
Albania	15,58	38,67	368,26
Bosnia-Herzegovina	23,96	31,67	366,35
Países mediterráneos			
Egipto	4,29	12,62	271,01
Israel	0,82	7,96	240,25
Jordania	18,32	26,12	396,11
Líbano	6,70	34,20	301,41
Libia	-2,03	2,32	21,29
Marruecos	9,43	24,32	551,78
Túnez	5,23	10,69	253,99
Países europeos de la CEI			
Armenia	14,06	41,72	288,59
Belarús	1,81	3,32	333,35
Georgia	8,63	18,99	94,76
Moldova	28,12	38,98	537,43
Rusia	-0,46	3,14	26,63
Ucrania	3,62	6,71	142,10
Países del África subsahariana			
Côte d'Ivoire	-2,27	4,98	176,36
Etiopía	7,66	20,28	n.d.
Ghana	14,52	24,03	924,14
Kenia	3,47	11,00	1,221,65
Mozambique	0,61	4,21	40,95
Nigeria	3,16	14,15	121,22
Sudáfrica	-0,18	1,04	87,64
Tanzania	-0,09	2,32	29,75
Uganda	3,80	24,23	232,87

Fuente: Estadísticas de balanza de pagos del FMI.

Nota: Los países que figuran en el cuadro son una muestra de los países para los que se dispone de datos. Un signo menos representa remesas netas negativas (las salidas de remesas superan las entradas). N.d. significa que no hay estadísticas disponibles en la fuente.

PIB ilustra la importancia que pueden tener las remesas como fuente de ingresos en la economía receptora. La ratio de remesas brutas en relación con los bienes y servicios importados muestra su importancia en la financiación de los desequilibrios externos, mientras que la ratio de las remesas brutas en relación con la IED indica su importancia en relación con la fuente de financiación externa que suele considerarse la más estable en términos de sostenibilidad a largo plazo.

Si se comparan todos los países de las regiones vecinas de la UE, en la mayoría de ellos la ratio de remesas netas en relación con el PIB se sitúa entre el 5% y el 10%. Sin embargo, esta ratio supera el 15% en Albania, Bosnia-Herzegovina, Jordania y Moldova, y se mantiene en niveles reducidos en las economías más grandes, como Turquía. Si se observa la ratio entre las remesas brutas y los bienes y servicios importados, los flujos de remesas financian más del 20% de las importaciones en 11 de los 27 países incluidos en el cuadro 1. En el caso de muchos de esos países, las remesas constituyen un múltiplo de la IED, que oscila entre tres (Albania, Armenia, Belarús, Bosnia-Herzegovina, Moldova y Marruecos) y en torno a diez (Ghana y Kenia).

6 INICIATIVAS INTERNACIONALES PARA MEJORAR LOS DATOS SOBRE REMESAS Y LOS SERVICIOS DE TRANSFERENCIA DE REMESAS

En junio del 2004, los Jefes de Estado y de Gobierno del G-8 acordaron un plan de acción internacional para facilitar los envíos de remesas a través de los sistemas financieros —con el fin de luchar contra el blanqueo de dinero y la financia-

ción del terrorismo— y mejorar los servicios de transferencia de remesas.

Un primer paso necesario para aplicar estas medidas fue obtener evidencia estadística de la magnitud real de las transferencias. En esta sección se examinan en primer lugar las iniciativas internacionales adoptadas para mejorar la disponibilidad y la calidad de los datos sobre remesas y, luego, se presentan brevemente los principios generales, definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y el Banco Mundial, y cuyo fin es garantizar que los fondos enviados lleguen al beneficiario de forma segura y eficiente.

INICIATIVAS INTERNACIONALES PARA MEJORAR LOS DATOS SOBRE REMESAS

Existe un consenso acerca de que las definiciones estadísticas existentes no son lo bastante claras y que las remesas no siempre se registran en la partida correcta de la balanza de pagos. Además, se considera, en general, que la medición de este fenómeno es incompleta, que está infravalorada y que no es comparable ni entre los distintos países y regiones, ni en el tiempo.

La primera medida para abordar las deficiencias identificadas ha sido la de proponer nuevas definiciones para las estadísticas de balanza de pagos (véase recuadro 2). La aplicación de las nuevas definiciones facilitará el análisis del impacto que pueden tener las remesas en la inversión y el crecimiento tanto de las economías emisoras como de las receptoras, lo que ayudará a los Gobiernos a establecer prioridades para el desarrollo de las transferencias de remesas como herramienta para el progreso económico.

Recuadro 2

NUEVO ENFOQUE DE LAS DEFINICIONES PARA LA RECOGIDA DE INFORMACIÓN SOBRE REMESAS

Nuevas definiciones

El Subgrupo Técnico sobre la Circulación de Personas Físicas, de Naciones Unidas, ha desarrollado una serie de nuevos conceptos y definiciones relativos a las remesas, que fueron posteriormente revisados —y aprobados, sujetos a algunas aclaraciones— por el Comité de Balanza de Pagos del FMI.

Estas definiciones se incorporarán al Manual de Balanza de Pagos actualizado¹, que se espera que el FMI publique a finales del 2008:

1. Las transferencias personales se refieren a todas las transferencias corrientes en efectivo o en especie realizadas (o recibidas) por hogares residentes a (desde) hogares no residentes. Las transferencias personales incluyen todas las transferencias corrientes de hogares residentes a hogares no residentes, independientemente de (a) la fuente de ingresos del que envía los fondos, (b) la relación entre los hogares, y (c) el motivo por el que las realiza. Las transferencias personales se quieren introducir como una partida estándar, que sustituya a las «remesas de los trabajadores».
2. Las remesas personales se definen, desde la perspectiva del país receptor, como la suma de las transferencias personales, la remuneración de asalariados neta y las transferencias de capital entre hogares, es decir, representan en esencia todas las transferencias entre hogares.
3. Las remesas totales se definen, desde la perspectiva del país receptor, como la suma de remesas personales y las prestaciones sociales, es decir, que incluyen todas las transferencias directas a los hogares procedentes de otros sectores institucionales.

1 Como partidas complementarias en los puntos 2 y 3.

INICIATIVAS INTERNACIONALES PARA MEJORAR LOS SERVICIOS DE TRANSFERENCIA DE REMESAS

Las iniciativas para mejorar las normas de los sistemas de pago relativas a las remesas quedaron plasmadas en un informe conjunto del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y del Banco Mundial, titulado «General Principles for International Remittance Services», que se publicó en enero del 2007. En el informe se analizan las características del mercado de remesas que pueden provocar ineficiencias en la manera en que se prestan los servicios de transferencia de remesas, y que se traducen en que los precios de dichos servicios sean más elevados que en un mercado eficiente y/o en que los servicios sean de menor calidad. Para abordar estas cuestiones, el informe establece cinco principios generales que garantizarán servicios internacionales de remesas seguros y eficientes:

- El mercado de servicios de remesas deberá ser transparente y proteger adecuadamente a los usuarios.
- Se alentarán mejoras en la infraestructura de los sistemas de pago con potencial para aumentar la eficiencia de los servicios de remesas.

- Los servicios de remesas deberán basarse en un marco legal y regulatorio sólido, predecible y no discriminatorio en las jurisdicciones pertinentes.
- Se fomentarán condiciones de mercado competitivas, incluido el acceso adecuado a las infraestructuras de pago, en el sector de las remesas.
- Los servicios de remesas deberán basarse en las prácticas de gobierno y de gestión de riesgos idóneas.

Si bien estos principios están diseñados para ser aplicables de forma general, cada país tendrá que valorar si el tamaño de su mercado de remesas justifica la adopción de medidas significativas, y puede que los países quieran dar prioridad a los corredores bilaterales más importantes o a los corredores de remesas en los que consideran que sus esfuerzos serán más productivos¹⁰. Si se precisa

10 Como ejemplo, en el 2002 los bancos centrales de Estados Unidos y México vincularon sus cámaras de compensación automatizadas, preparando el terreno para transferencias rápidas y de bajo coste desde los emisores en Estados Unidos a los receptores en México. Sin embargo, la intervención del sector público puede que no sea siempre la solución más adecuada. El informe del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y del Banco Mundial incluye un anexo que enumera posibles actuaciones para aplicar los principios generales.

adoptar medidas, su aplicación también requerirá la participación activa de aquellos que prestan servicios de transferencia de remesas.

7 RETOS PARA MEJORAR LA ABSORCIÓN DE REMESAS

Aunque se han adoptado iniciativas en materia de estadísticas y de servicios de transferencia de re-

mesas, sigue siendo necesario que los países receptores utilicen mejor las remesas, de modo que contribuyan a la formación de capital y se destinen a la inversión. La literatura económica considera que ésta es la condición fundamental para que las remesas sirvan para aumentar el crecimiento del producto. En este caso, los retos están estrechamente relacionados con la capacidad de los sectores bancarios de los países receptores de proporcionar a la población y a las empresas facili-

Cuadro 2 Indicadores de penetración del sector bancario

	Sucursales bancarias		Cajeros automáticos		Por 1.000 habitantes	
	1.000 km ²	100.000 habitantes	1.000 km ²	100.000 habitantes	Cuentas de préstamo	Cuentas de depósito
Países candidatos y posibles candidatos						
Croacia	18,62	23,36	31,96	40,10	n.d.	n.d.
Turquía	7,81	8,50	16,54	18,00	264,51	1.114,23
Albania	2,45	2,11	2,74	2,37	4,42	161,25
Bosnia-Herzegovina	3,15	3,86	4,38	5,36	114,09	429,40
Países mediterráneos						
Egipto	2,45	3,62	1,21	1,78	n.d.	n.d.
Israel	47,82	14,74	61,01	18,81	709,90	n.d.
Jordania	5,98	10,02	5,60	9,38	80,39	465,48
Líbano	79,18	18,01	73,90	16,81	93,42	382,53
Países europeos de la CEI						
Armenia	8,23	7,59	1,49	1,37	41,23	111,38
Belarús	2,28	4,79	2,41	5,06	n.d.	n.d.
Georgia	2,32	3,14	0,86	1,17	n.d.	n.d.
Rusia	0,19	2,24	0,53	6,28	54,11	1.892,28
Ucrania	n.d.	n.d.	0,78	0,93	n.d.	n.d.
Países del África subsahariana						
Ghana	1,43	1,60	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Kenia	0,77	1,38	0,56	0,99	n.d.	69,98
Namibia	0,11	4,47	0,30	12,11	80,74	422,96
Nigeria	2,41	1,62	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Sudáfrica	2,22	5,99	6,49	17,50	n.d.	n.d.
Tanzania	0,23	0,57	0,07	0,17	n.d.	n.d.
Uganda	0,67	0,53	0,90	0,70	5,79	46,64
Algunos Estados miembros de la UE						
Bélgica	181,65	53,15	229,28	67,09	59,47	3.080,31
Bulgaria	9,81	13,87	21,09	29,79	73,85	1.351,37
Dinamarca	47,77	37,63	66,51	52,39	450,99	2.706,07
Grecia	25,53	30,81	39,39	47,55	776,48	2.417,64
España	78,90	95,87	104,18	126,60	556,48	2.075,96
Italia	102,05	52,07	131,71	67,20	328,15	975,64
Lituania	1,81	3,39	15,34	28,78	58,86	1.166,45
Malta	375,00	30,08	462,50	37,09	407,21	2.495,81

Fuente: «Reaching out: Access to and use of banking services across countries», Working Paper Series n.º 3754, Policy Research Working Paper, Banco Mundial, octubre del 2005, de Thorsten Beck, Ali Demirguc-Kunt y María Soledad Martínez Peria.

Notas: Los datos se basan en encuestas de reguladores correspondientes al periodo 2001-2005. No se dispone de datos para los países de las regiones vecinas de la UE que no están incluidos en el cuadro. N.d. significa que no hay estadísticas disponibles en la fuente.

dades de depósito y crédito a la inversión y al consumo, por ejemplo, en forma de microfinanciación. Si no se dispone de tales servicios financieros, las remesas o bien se consumen o bien se almacenan en efectivo, lo que es ineficiente, menos seguro y lleva aparejado el riesgo de transmitirse a la economía sumergida. Cabe señalar que entidades de crédito y Gobiernos han adoptado distintas iniciativas para hacer frente a esta cuestión.

Los indicadores de la penetración, geográfica y demográfica, de las sucursales y de los cajeros automáticos que se presentan en el cuadro 2 muestran la penetración de los mercados bancarios locales en las regiones vecinas de la UE, tanto en lo que se refiere a los canales tradicionales (es decir, las sucursales) como a la tecnología (es decir, los cajeros automáticos). El cuadro incluye asimismo indicadores de la penetración de las cuentas de préstamo y de las cuentas de depósito de los ciudadanos de esos países. Cuando estas ratios de penetración son bajas, el sector bancario no puede competir con éxito con las empresas de transferencia de efectivo, con redes amplias o con otros canales para la transferencia de remesas.

No existen referencias internacionales para la penetración del sector bancario, y tampoco pueden identificarse fácilmente. En el cuadro 2 se incluyen indicadores de la penetración del sector bancario en distintos Estados miembros de la UE.

Dado que se carece de un número importante de datos, es preciso ser cautos al extraer las conclusiones relativas a las distintas regiones. No obstante, los datos muestran que existen grandes diferencias entre los países. También indican que los mercados en los países candidatos y en los posibles candidatos, especialmente Croacia, Turquía y Bosnia-Herzegovina, se caracterizan por una mayor penetración del sector bancario. La penetración es también elevada en Israel y Líbano. Aunque parece haber una buena distribución de bancos en Armenia, sólo una pequeña parte de la población dispone de cuentas bancarias. Lo contrario ocurre en Rusia, donde existen numerosas cuentas bancarias, pero la distribución de los bancos y los

cajeros automáticos en el vasto territorio del país es poco densa. La mayoría de los habitantes de los países del África subsahariana no tienen acceso a servicios bancarios, excepto los que viven en Namibia y Zimbabue.

En resumen, los servicios bancarios en muchos de los países de las cuatro regiones están poco desarrollados. Los retos para integrar mejor los ingresos procedentes de las remesas en las economías receptoras incluyen el fomento de la confianza en el sector bancario a través de iniciativas públicas que garanticen el cumplimiento de las leyes, la protección de los consumidores y la estabilidad monetaria y financiera. Los bancos y las autoridades públicas han de trabajar juntos para aumentar los conocimientos financieros de la población. Además, los bancos y las instituciones financieras han de proporcionar a la población el servicio adecuado mediante los canales de distribución y los productos financieros.

Posiblemente, responder a estos desafíos generales puede llevar más tiempo que aplicar medidas concretas para mejorar la eficiencia y la solidez de los servicios de transferencia de remesas. Sin embargo, es necesario hacerlo para poder cosechar los frutos de un flujo continuado y creciente de fondos hacia las regiones vecinas de la UE a través de las transferencias privadas realizadas por los emigrantes.

8 CONCLUSIONES

Este artículo examina las remesas de emigrantes, prestando especial atención a las regiones vecinas de la UE. Como sucede a nivel internacional, los flujos de remesas son elevados y van en aumento, y suelen ser muy superiores a la IED, por lo que afectan a la estabilidad macroeconómica de los países beneficiarios. La UE es, con mucha frecuencia, el destino fundamental de la migración procedente de esos países —y probablemente el origen más importante de las remesas—, así como un socio institucional de importancia. En los años venideros, habrá que considerar varias iniciativas adoptadas a nivel internacional, y llevarlas finalmente a la práctica en la UE y en las regiones ve-

ARTÍCULOS

Remesas
de emigrantes
a las regiones
vecinas de la UE

cinas (por ejemplo, la ampliación de la cobertura estadística y la mejora de los servicios de transferencia). En la UE, los temas clave relacionados con los servicios de transferencia de remesas se tratan en la propuesta de directiva sobre servicios de pago. Resulta de crucial importancia redoblar

los esfuerzos para lograr que, en los países receptores, el sector bancario llegue a los hogares que reciben remesas, con el fin de mejorar la absorción de los flujos de remesas en la economía y, con ello, beneficiar el desarrollo y el crecimiento de los países.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	.	3,08	3,86
2006 I	10,3	8,6	7,8	-	10,1	16,2	2,61	3,56
II	9,8	9,1	8,6	-	11,2	16,0	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,6	3,22	3,97
IV	6,7	8,7	9,0	-	11,2	.	3,59	3,86
2006 Ago	7,3	8,4	8,2	8,1	11,3	15,6	3,23	3,97
Sep	7,2	8,4	8,5	8,4	11,5	16,1	3,34	3,84
Oct	6,3	8,2	8,5	8,8	11,3	17,2	3,50	3,88
Nov	6,6	8,9	9,3	9,2	11,2	18,0	3,60	3,80
Dic	7,5	9,4	9,7	.	10,7	.	3,68	3,90
2007 Ene	.	.	.	.	.	.	3,75	4,10

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,2	4,1	2,4	1,4	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	.	.	.	83,3	.	7,8
2006 I	2,3	5,2	2,3	2,2	3,4	82,2	1,0	8,2
II	2,5	5,8	2,3	2,9	4,1	83,0	1,3	7,8
III	2,1	5,4	2,0	2,7	3,9	83,8	1,4	7,7
IV	1,8	4,1	.	.	.	84,2	.	7,6
2006 Ago	2,3	5,7	-	-	5,4	-	-	7,7
Sep	1,7	4,6	-	-	3,3	-	-	7,7
Oct	1,6	4,0	-	-	3,7	83,9	-	7,6
Nov	1,9	4,3	-	-	2,4	-	-	7,6
Dic	1,9	4,1	-	-	.	-	-	7,5
2007 Ene	1,9	.	-	-	.	84,4	-	.

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
2005	3,7	48,2	-202,3	156,9	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	.	.	.	.	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 I	-10,8	-2,8	-31,5	22,9	327,1	101,7	102,5	1,2023
II	-9,2	6,4	-16,4	96,3	323,8	103,8	104,6	1,2582
III	-2,6	8,0	-41,3	28,4	325,0	104,5	105,3	1,2743
IV	.	.	.	.	325,8	104,6	105,3	1,2887
2006 Ago	-5,3	-2,3	-4,7	-15,8	326,4	104,6	105,4	1,2811
Sep	1,7	5,7	-27,1	44,2	325,0	104,4	105,2	1,2727
Oct	2,0	5,8	-15,3	22,5	325,5	103,9	104,7	1,2611
Nov	2,7	6,0	-11,6	45,1	327,0	104,5	105,2	1,2881
Dic	.	.	.	.	325,8	105,6	106,0	1,3213
2007 Ene	.	.	.	.	.	104,9	105,3	1,2999

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2007 12 enero	2007 19 enero	2007 26 enero	2007 2 febrero
Oro y derechos en oro	176.793	176.756	176.720	176.681
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	143.835	142.399	142.344	143.819
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.641	22.808	22.098	23.063
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	12.748	14.139	13.760	14.359
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	430.501	432.504	437.508	422.505
Operaciones principales de financiación	310.500	312.500	317.502	292.503
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.000	120.000	120.000	130.001
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	4	6	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	12.751	12.126	12.534	11.620
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	81.150	81.872	82.066	82.156
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	39.359	39.359	39.359	39.309
Otros activos	217.522	219.263	221.759	223.159
Total activo	1.138.300	1.141.226	1.148.148	1.136.671

2. Pasivo

	2007 12 enero	2007 19 enero	2007 26 enero	2007 2 febrero
Billetes en circulación	611.242	606.068	602.691	605.753
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	169.092	176.541	177.871	182.051
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	166.934	174.613	176.124	180.794
Facilidad de depósito	60	17	20	31
Depósitos a plazo	2.096	1.906	1.727	1.225
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	5	0	1
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	138	101	106	93
Certificados de deuda emitidos	44	37	1	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	61.146	62.496	68.710	48.308
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	16.450	16.789	19.340	16.745
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	164	166	169	160
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	14.367	13.351	13.326	15.831
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.611	5.611	5.611	5.611
Otros pasivos	71.660	71.679	71.935	73.731
Cuentas de revalorización	121.990	121.990	121.990	121.990
Capital y reservas	66.396	66.397	66.398	66.398
Total pasivo	1.138.300	1.141.226	1.148.148	1.136.671

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2006 11 Oct	367.380	378	308.000	3,25	3,29	3,30	7
18	378.950	398	318.500	3,25	3,29	3,30	7
25	378.282	387	314.000	3,25	3,30	3,31	7
1 Nov	382.135	366	307.000	3,25	3,31	3,32	7
8	3 92.532	372	303.000	3,25	3,31	3,32	7
15	403.488	368	304.000	3,25	3,31	3,32	7
22	392.901	371	321.500	3,25	3,30	3,31	7
29	385.957	343	308.000	3,25	3,30	3,31	7
6 Dic	374.364	333	329.000	3,25	3,30	3,31	7
13	383.656	344	320.000	3,50	3,55	3,56	7
20	388.526	370	321.500	3,50	3,58	3,58	8
28	379.862	373	330.500	3,50	3,58	3,68	7
2007 4 Ene	395.644	348	330.500	3,50	3,57	3,58	6
10	381.305	375	310.500	3,50	3,55	3,56	7
17	412.215	381	312.500	3,50	3,55	3,56	7
24	428.181	395	317.500	3,50	3,55	3,56	7
31	3 99.269	352	292.500	3,50	3,56	3,56	7
7 Feb	381.952	346	279.500	3,50	3,54	3,55	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
27 Abr	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91
1 Jun	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 Dic	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 Feb	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85

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 9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 May	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	

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.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006 I	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8
II	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3
2006 Jul	14.797,1	7.787,3	553,4	1.891,9	1.192,2	3.372,4
Ago	14.850,7	7.760,2	576,3	1.906,6	1.234,7	3.372,8
Sep	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8
Oct ²⁾	15.421,0	8.133,9	615,2	1.965,1	1.264,5	3.442,4
Nov ²⁾	15.542,9	8.199,6	613,2	1.973,0	1.285,8	3.471,2

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 I	157,7	158,3	0,6	0,0	2,31
II	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
III	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
2006 10 Oct	166,3	167,0	0,7	0,0	3,03
7 Nov	166,2	167,0	0,8	0,0	3,30
12 Dic	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 Ene ³⁾	174,3	175,3	1,0	0,0	3,57
13 Feb	175,8	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ⁴⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 I	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
II	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4
III	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2
2006 10 Oct	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7
7 Nov	327,4	311,9	120,0	0,1	0,0	0,1	0,0	592,8	60,2	-60,6	167,0	759,8
12 Dic	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 16 Ene	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovenia. De forma transitoria, las entidades de crédito radicadas en países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades radicadas en Eslovenia. Partiendo de la base de reservas de finales de enero del 2007, se aplicará el tratamiento habitual [véase el Reglamento (CE) n.º 1637/2006 del BCE de 2 de noviembre de 2006, relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovenia (BCE/2006/15)].
- Debido a la adopción del euro por parte de Eslovenia el 1 de enero de 2007, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 12 países que integraban entonces la zona del euro para el período comprendido entre el 13 y el 31 de diciembre del 2006 y las exigencias de reservas de los 13 países que forman parte ahora de la zona para el período comprendido entre el 1 y el 16 de enero de 2007.
- A partir del 1 de enero de 2007, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante la captación de depósitos a plazo fijo por el Banka Slovenije antes del 1 de enero de 2007 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del 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	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	IFM 5	Total 6	AAPP 7	Otros sectores residentes 8	IFM 9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 I	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,6
II	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
2006 Jul	1.554,2	741,4	20,3	0,6	720,4	197,9	173,6	2,1	22,1	-	16,4	352,6	14,8	231,2
Ago	1.529,5	709,0	20,3	0,6	688,0	204,4	179,0	2,2	23,3	-	16,4	348,9	14,8	236,0
Sep	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
Oct	1.532,3	699,2	20,4	0,6	678,2	210,5	182,8	2,2	25,5	-	16,8	350,3	14,9	240,7
Nov	1.532,1	689,8	20,4	0,6	668,9	215,9	188,0	2,4	25,5	-	17,0	350,5	14,8	244,0
Dic ^(p)	1.558,8	696,0	19,7	0,6	675,6	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,1	14,8	262,8
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	23.633,8	13.684,0	826,9	8.287,4	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006 I	24.333,7	14.024,0	816,3	8.551,5	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.096,6	3.825,1	166,3	1.553,2
II	24.681,0	14.323,9	809,3	8.784,3	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.109,1	3.831,9	167,9	1.573,6
2006 Jul	24.876,2	14.439,5	806,2	8.859,0	4.774,4	3.601,2	1.385,1	612,3	1.603,8	87,0	1.111,7	3.931,8	168,2	1.536,9
Ago	24.895,9	14.447,0	800,9	8.875,1	4.771,0	3.584,9	1.362,7	609,3	1.612,8	83,2	1.122,3	3.931,5	168,4	1.558,5
Sep	25.302,4	14.580,0	804,2	8.985,0	4.790,8	3.596,0	1.351,4	618,0	1.626,6	82,4	1.139,7	4.070,0	168,8	1.665,5
Oct	25.530,8	14.667,4	806,1	9.040,7	4.820,6	3.611,7	1.341,0	632,6	1.638,1	85,9	1.158,9	4.190,6	169,6	1.646,7
Nov	25.881,9	14.770,2	804,1	9.122,1	4.843,9	3.623,2	1.339,6	638,1	1.645,5	83,6	1.196,0	4.270,5	170,2	1.768,2
Dic ^(p)	25.987,7	14.912,5	810,0	9.154,9	4.947,6	3.553,3	1.275,9	647,7	1.629,6	83,1	1.194,4	4.336,0	172,5	1.736,0

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	Total 3	Administración Central 4	Otras AAPP y otros sectores residentes 5	IFM 6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 I	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
II	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
2006 Jul	1.554,2	607,7	490,1	64,7	19,3	406,1	-	0,1	214,0	31,0	211,3
Ago	1.529,5	603,9	467,6	63,7	15,0	388,9	-	0,1	211,4	31,7	214,8
Sep	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
Oct	1.532,3	613,3	454,0	53,4	20,1	380,5	-	0,1	211,7	31,1	222,1
Nov	1.532,1	617,2	443,3	52,0	19,9	371,4	-	0,1	212,7	33,2	225,6
Dic ^(p)	1.558,8	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	209,9	35,3	234,7
IFM, excluido el Eurosistema											
2004	21.355,4	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.203,1	2.815,0	1.675,6
2005	23.633,8	-	12.214,6	149,2	7.214,2	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006 I	24.333,7	-	12.419,6	148,1	7.322,0	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.133,6
II	24.681,0	-	12.708,7	138,1	7.512,7	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.130,9
2006 Jul	24.876,2	-	12.750,8	129,6	7.517,2	5.103,9	714,4	4.095,8	1.395,6	3.779,3	2.140,4
Ago	24.895,9	-	12.723,4	121,1	7.521,6	5.080,6	722,9	4.125,9	1.400,8	3.794,1	2.128,7
Sep	25.302,4	-	12.854,4	147,7	7.615,5	5.091,3	728,0	4.160,2	1.410,7	3.900,3	2.248,9
Oct	25.530,8	-	12.891,8	138,4	7.636,6	5.116,8	729,1	4.211,4	1.420,2	4.002,9	2.275,3
Nov	25.881,9	-	13.022,0	140,6	7.699,7	5.181,7	720,4	4.242,3	1.443,3	4.012,8	2.441,1
Dic ^(p)	25.987,7	-	13.253,6	122,6	7.881,3	5.249,7	696,4	4.242,0	1.445,0	3.992,9	2.357,8

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	17.873,1	9.135,6	847,5	8.288,1	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006 I	18.450,2	9.389,1	837,0	8.552,1	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.174,0	181,0	1.737,4
II	18.697,2	9.614,6	829,6	8.785,0	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.175,6	182,5	1.762,5
2006 Jul	18.842,2	9.686,2	826,5	8.859,6	2.173,1	1.558,7	614,4	792,5	4.284,4	183,0	1.723,1
Ago	18.862,6	9.697,0	821,2	8.875,7	2.153,1	1.541,6	611,5	799,3	4.280,4	183,2	1.749,6
Sep	19.235,2	9.810,2	824,6	8.985,7	2.151,5	1.531,3	620,2	809,3	4.418,5	183,6	1.862,0
Oct	19.420,0	9.867,8	826,4	9.041,4	2.158,6	1.523,8	634,8	827,1	4.540,9	184,4	1.841,1
Nov	19.724,4	9.947,2	824,5	9.122,7	2.168,1	1.527,6	640,4	836,5	4.621,0	185,0	1.966,6
Dic ^(p)	19.747,0	9.985,3	829,7	9.155,6	2.113,6	1.463,4	650,2	829,8	4.687,0	187,3	1.944,0
	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	1.605,8	711,2	12,8	698,4	154,8	75,3	79,6	50,5	447,4	1,4	240,4
2006 I	594,2	240,5	-10,4	250,8	54,4	28,6	25,8	67,6	202,9	-0,2	29,1
II	343,9	235,5	-7,2	242,7	13,3	-15,6	28,9	9,5	62,9	1,5	21,1
2006 Jul	131,2	72,5	-3,8	76,3	-5,0	-16,5	11,6	1,6	100,7	0,3	-38,9
Ago	14,7	12,4	-5,3	17,7	-21,8	-21,3	-0,5	-4,9	1,7	0,2	27,1
Sep	357,2	118,7	6,1	112,6	-4,8	-13,4	8,6	12,8	120,3	0,6	109,6
Oct	179,6	59,3	2,6	56,7	8,5	-5,8	14,2	15,3	117,3	0,8	-21,6
Nov	376,4	88,8	-1,8	90,6	12,6	3,5	9,1	6,8	143,0	0,6	124,8
Dic ^(p)	26,0	43,9	5,2	38,6	-47,5	-58,4	10,9	-9,0	64,4	2,2	-27,9

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	17.873,1	532,8	173,6	7.228,7	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006 I	18.450,2	532,2	193,1	7.337,0	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.340,2	22,6
II	18.697,2	553,7	207,4	7.534,2	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.340,5	14,0
2006 Jul	18.842,2	562,7	194,3	7.536,5	627,4	2.469,9	1.274,0	3.810,3	2.351,7	15,3
Ago	18.862,6	559,0	184,8	7.536,6	639,7	2.489,9	1.272,8	3.825,7	2.343,5	10,5
Sep	19.235,2	563,2	202,9	7.631,6	645,6	2.509,3	1.275,4	3.934,1	2.468,9	4,2
Oct	19.420,0	567,1	191,8	7.656,6	643,2	2.547,9	1.283,3	4.034,0	2.497,4	-1,4
Nov	19.724,4	571,5	192,6	7.719,6	636,8	2.571,3	1.279,4	4.046,0	2.666,8	40,4
Dic ^(p)	19.747,0	592,2	156,4	7.897,2	613,3	2.585,4	1.273,3	4.028,2	2.592,6	8,4
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.605,8	64,4	10,9	498,0	-3,0	213,5	93,5	448,0	331,3	-50,8
2006 I	594,2	-0,6	19,6	103,0	9,0	77,1	28,5	240,6	82,7	34,5
II	343,9	21,5	15,2	204,8	14,9	64,9	1,0	19,4	-3,0	5,3
2006 Jul	131,2	9,0	-13,1	2,5	12,0	17,0	20,8	79,7	2,3	1,1
Ago	14,7	-3,7	-9,5	0,6	2,7	23,7	-4,1	20,5	-11,4	-4,1
Sep	357,2	4,2	18,0	94,4	-4,9	16,2	7,6	103,3	127,6	-9,4
Oct	179,6	3,9	-11,1	25,1	0,7	37,9	5,1	98,6	26,7	-7,4
Nov	376,4	4,4	0,8	69,5	14,6	31,3	-7,1	67,1	146,9	48,9
Dic ^(p)	26,0	20,7	-36,2	177,7	-22,6	14,2	2,7	-19,3	-79,1	-32,1

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

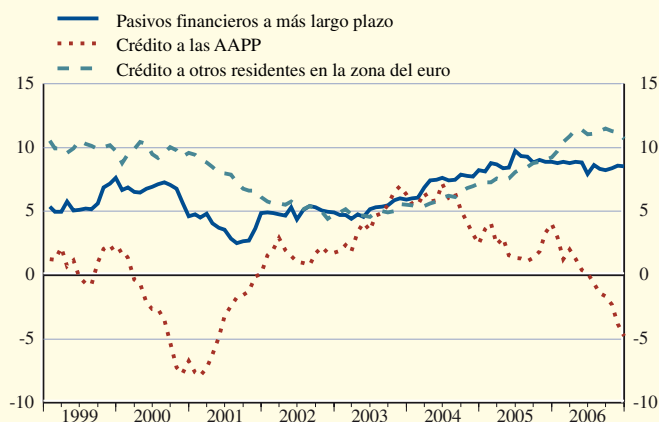
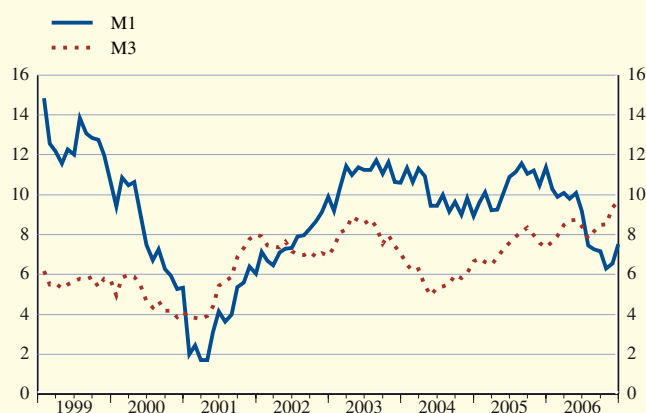
					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	M2		M3-M2	Préstamos							
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2004	2.909,5	2.660,5	5.570,0	964,6	6.534,6	-	4.465,3	2.294,6	8.694,9	7.548,8	373,4
2005	3.424,9	2.650,6	6.075,5	993,7	7.069,1	-	5.005,8	2.468,0	9.556,8	8.281,4	421,8
2006 I	3.492,3	2.722,5	6.214,9	1.007,5	7.222,3	-	5.142,0	2.439,1	9.909,9	8.561,6	425,7
II	3.555,9	2.779,0	6.334,9	1.028,0	7.362,9	-	5.223,6	2.391,4	10.140,6	8.755,5	444,5
2006 Jul	3.550,6	2.804,9	6.355,4	1.036,2	7.391,7	-	5.282,0	2.378,8	10.251,5	8.836,0	471,1
Ago	3.572,2	2.836,7	6.408,9	1.065,6	7.474,5	-	5.297,6	2.370,3	10.342,6	8.909,0	454,6
Sep	3.590,5	2.881,8	6.472,4	1.096,3	7.568,6	-	5.322,4	2.365,7	10.451,8	9.002,2	467,9
Oct	3.594,1	2.908,9	6.502,9	1.093,1	7.596,0	-	5.369,7	2.358,5	10.538,1	9.057,5	484,1
Nov	3.615,3	2.938,7	6.554,1	1.098,0	7.652,1	-	5.401,3	2.347,2	10.606,9	9.117,3	563,4
Dic ^(p)	3.677,5	2.954,4	6.631,8	1.079,3	7.711,2	-	5.434,4	2.316,0	10.644,3	9.149,4	636,2
	Operaciones										
2004	239,3	110,7	350,0	57,7	407,7	-	341,7	54,5	578,1	506,1	162,4
2005	339,6	138,8	478,4	6,5	484,9	-	402,1	92,6	832,1	699,4	-1,1
2006 I	69,2	74,6	143,7	28,8	172,5	-	104,2	-13,6	337,0	267,0	0,4
II	66,1	60,0	126,1	27,6	153,7	-	102,5	-28,0	250,1	203,7	28,8
2006 Jul	-5,3	26,0	20,7	11,4	32,1	-	49,1	-15,5	107,7	82,1	17,2
Ago	21,6	32,4	54,0	19,5	73,5	-	16,9	-12,6	83,2	74,6	-16,0
Sep	17,6	44,0	61,5	21,9	83,5	-	25,9	-4,9	114,5	95,9	0,5
Oct	3,5	27,2	30,7	-0,2	30,5	-	43,8	-4,7	84,6	56,4	12,4
Nov	22,6	33,5	56,2	20,0	76,1	-	43,7	-11,5	78,8	69,0	87,1
Dic ^(p)	62,2	15,7	77,9	-16,6	61,3	-	41,0	-25,1	41,9	37,9	72,6
	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	162,4
2005 Dic	11,4	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,9	4,0	9,5	9,2	-1,1
2006 Mar	10,1	7,8	9,0	5,6	8,5	8,4	8,8	2,0	11,6	10,9	-7,3
Jun	9,2	8,8	9,0	4,9	8,4	8,3	7,9	0,1	11,6	11,0	-34,9
2006 Jul	7,5	9,2	8,2	5,3	7,8	8,1	8,6	-0,7	11,8	11,1	-14,5
Ago	7,3	9,8	8,4	7,0	8,2	8,1	8,3	-1,4	12,0	11,3	-29,2
Sep	7,2	9,9	8,4	9,1	8,5	8,4	8,2	-1,6	12,2	11,5	-9,9
Oct	6,3	10,8	8,2	10,2	8,5	8,8	8,3	-2,3	12,1	11,3	18,9
Nov	6,6	11,8	8,9	12,4	9,3	9,2	8,6	-3,8	11,9	11,2	140,3
Dic ^(p)	7,5	11,8	9,4	11,5	9,7	-	8,5	-4,8	11,5	10,7	203,1

C1 Agregados monetarios³⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas³⁾

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

2.3 Estadísticas monetarias

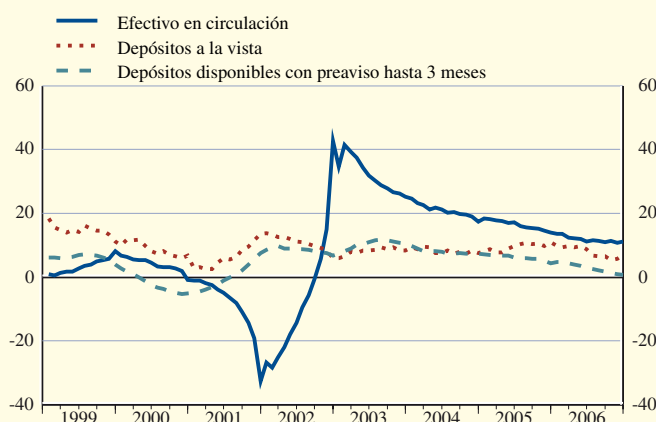
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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	2.453,1	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	2.904,5	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	2.956,8	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	3.008,2	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	2.998,3	1.242,1	1.562,8	252,5	623,4	160,3	2.304,4	93,8	1.611,4	1.272,4
Ago	558,7	3.013,5	1.270,0	1.566,7	255,3	631,2	179,2	2.313,5	95,7	1.617,2	1.271,2
Sep	563,4	3.027,1	1.314,3	1.567,5	270,1	647,3	178,9	2.328,3	97,7	1.626,3	1.270,1
Oct	572,3	3.021,8	1.342,5	1.566,4	255,3	643,4	194,4	2.341,0	99,6	1.647,4	1.281,7
Nov	574,6	3.040,8	1.377,4	1.561,3	257,3	641,3	199,4	2.364,5	101,7	1.652,2	1.282,9
Dic ^(p)	578,3	3.099,2	1.401,2	1.553,2	256,9	628,3	194,2	2.399,8	102,5	1.659,9	1.272,2
Operaciones											
2004	67,7	171,6	-2,2	112,9	24,5	21,9	11,3	185,9	-0,9	107,1	49,6
2005	64,0	275,6	69,3	69,5	-6,7	-3,2	16,4	199,2	-4,3	113,9	93,3
2006 I	15,1	54,0	53,8	20,8	4,3	-5,6	30,1	39,9	1,4	34,8	28,1
II 1	2,3	53,8	59,6	0,3	7,1	17,0	3,5	58,0	3,8	42,1	-1,3
2006 Jul	4,5	-9,8	26,6	-0,6	5,2	5,5	0,6	14,3	1,6	10,5	22,7
Ago	6,4	15,2	28,4	4,0	2,9	-1,7	18,4	13,3	1,9	5,7	-4,0
Sep	4,7	12,9	43,2	0,7	14,8	5,3	1,8	9,4	2,0	10,6	3,9
Oct	8,9	-5,3	28,3	-1,1	-14,8	-0,8	15,4	12,2	1,9	21,0	8,8
Nov	2,3	20,3	38,4	-4,9	1,9	19,1	-1,1	37,4	2,1	6,2	-2,0
Dic ^(p)	3,7	58,5	23,9	-8,2	-0,4	-12,2	-4,0	34,3	0,8	7,7	-1,8
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	8,7
2006 Mar	12,3	9,7	12,7	4,4	3,8	-0,5	43,5	8,7	-3,2	9,1	9,5
Jun	11,1	8,8	17,2	3,0	2,6	0,8	30,4	8,1	1,6	9,0	6,8
2006 Jul	11,5	6,7	18,9	2,5	4,7	0,6	30,2	8,6	4,1	9,2	8,3
Ago	11,4	6,5	20,9	2,2	5,2	0,4	42,9	8,2	7,1	9,3	7,6
Sep	11,0	6,5	21,5	1,8	12,6	0,7	44,9	8,1	10,7	9,4	6,8
Oct	11,4	5,4	24,2	1,4	8,2	1,7	55,9	7,6	13,8	9,9	7,4
Nov	10,8	5,8	27,3	0,9	9,0	5,8	49,3	8,8	16,5	9,7	6,4
Dic ^(p)	11,1	6,9	27,4	0,7	9,0	4,3	50,3	10,0	17,8	9,1	4,5

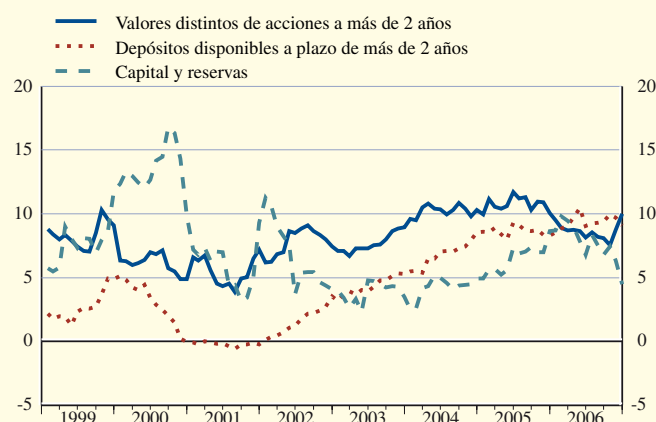
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

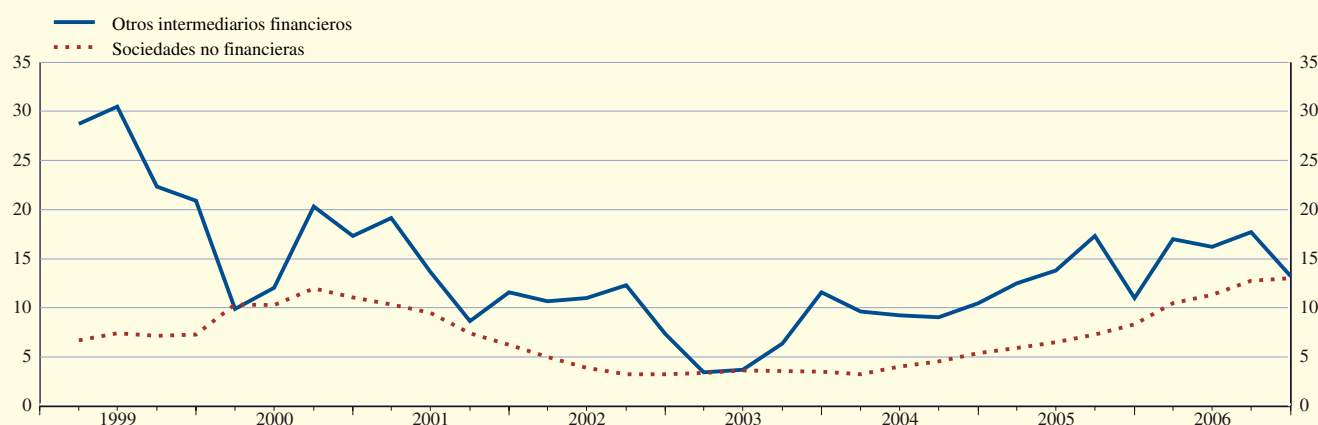
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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
Operaciones								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 I	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6
II	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5
III	89,5	63,0	703,6	439,0	3.731,0	1.106,4	681,7	1.942,9
2006 Oct	89,1	62,0	701,8	436,9	3.767,6	1.116,9	692,1	1.958,5
Nov	95,0	68,1	704,1	434,7	3.806,1	1.129,0	700,5	1.976,7
Dic ^(p)	82,9	55,1	688,9	419,7	3.847,0	1.126,1	711,7	2.009,3
Operaciones								
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,9	24,5	31,1	108,2
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006 I	17,1	15,6	46,6	45,2	108,9	27,0	35,8	46,1
II	2,8	2,6	13,8	9,0	120,8	39,6	26,4	54,8
III	4,8	3,4	32,4	20,7	91,2	8,3	30,8	52,1
2006 Oct	-0,4	-1,0	-2,0	-2,2	37,1	10,5	10,6	16,1
Nov	6,1	6,2	4,9	-0,4	43,0	13,4	9,4	20,2
Dic ^(p)	-12,1	-13,0	-14,2	-14,6	42,6	-2,2	12,0	32,8
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
Sep	37,0	47,6	17,7	19,5	12,7	10,3	20,4	11,6
2006 Oct	29,0	36,4	17,7	19,8	12,9	10,4	20,0	12,0
Nov	26,1	35,0	16,0	17,3	13,1	10,7	20,8	12,0
Dic ^(p)	28,3	33,1	13,2	15,7	13,0	9,3	21,2	12,4

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras⁴⁾

(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.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

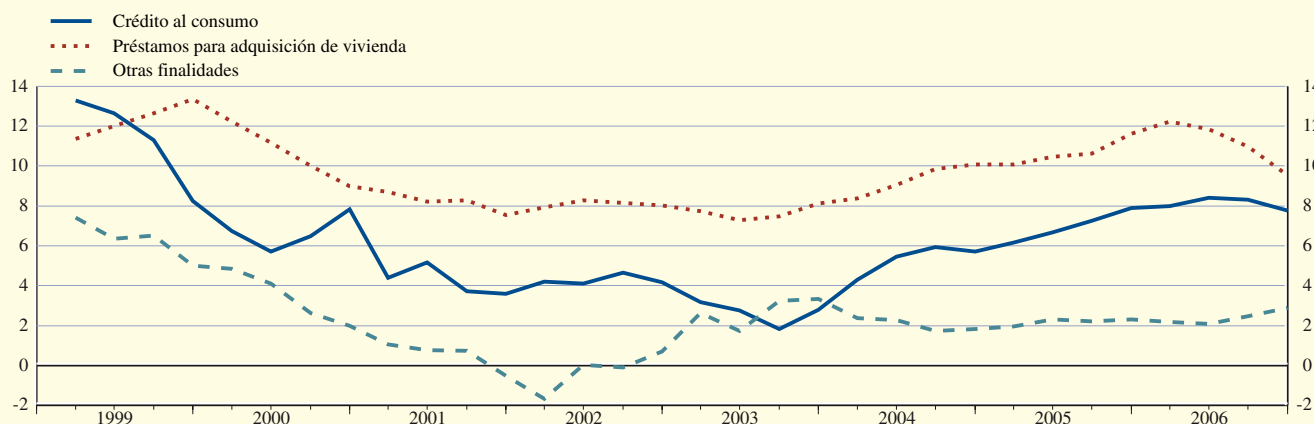
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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	4.461,1	582,9	130,2	206,1	246,5	3.149,5	16,4	70,9	3.062,2	728,7	146,7	99,1	483,0
Oct	4.482,3	584,3	131,9	206,0	246,4	3.168,7	15,6	71,2	3.081,9	729,3	146,0	99,3	484,0
Nov	4.516,9	585,2	131,7	206,5	247,0	3.195,6	15,8	71,0	3.108,7	736,1	150,1	100,0	486,0
Dic ^(p)	4.536,1	588,6	134,0	205,6	249,0	3.213,6	16,2	71,8	3.125,6	733,9	148,3	100,1	485,5
	Operaciones												
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	359,8	40,7	9,0	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	32,3	4,5	0,3	0,8	3,4	24,9	0,6	0,4	23,9	2,9	1,1	0,5	1,2
Oct	22,0	3,0	1,5	0,0	1,5	17,8	-0,4	0,3	17,9	1,2	-0,7	0,4	1,5
Nov	36,5	2,4	0,4	0,7	1,4	26,7	0,3	-0,2	26,6	7,3	4,0	0,8	2,5
Dic ^(p)	22,3	3,9	2,5	-0,8	2,2	18,9	0,4	0,8	17,7	-0,5	-1,6	0,7	0,5
	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	5,1	4,1	14,0	11,0	9,5	7,3	11,1	2,5	1,3	3,2	2,7
Oct	8,7	8,0	5,2	3,5	13,7	10,4	9,4	7,3	10,5	2,5	1,3	3,6	2,6
Nov	8,7	7,9	5,9	3,5	13,1	10,2	10,6	6,4	10,3	3,1	2,2	3,8	3,2
Dic ^(p)	8,2	7,8	5,5	3,1	13,2	9,5	11,2	6,2	9,6	2,9	1,3	4,0	3,2

C6 Préstamos a hogares⁴⁾

(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.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

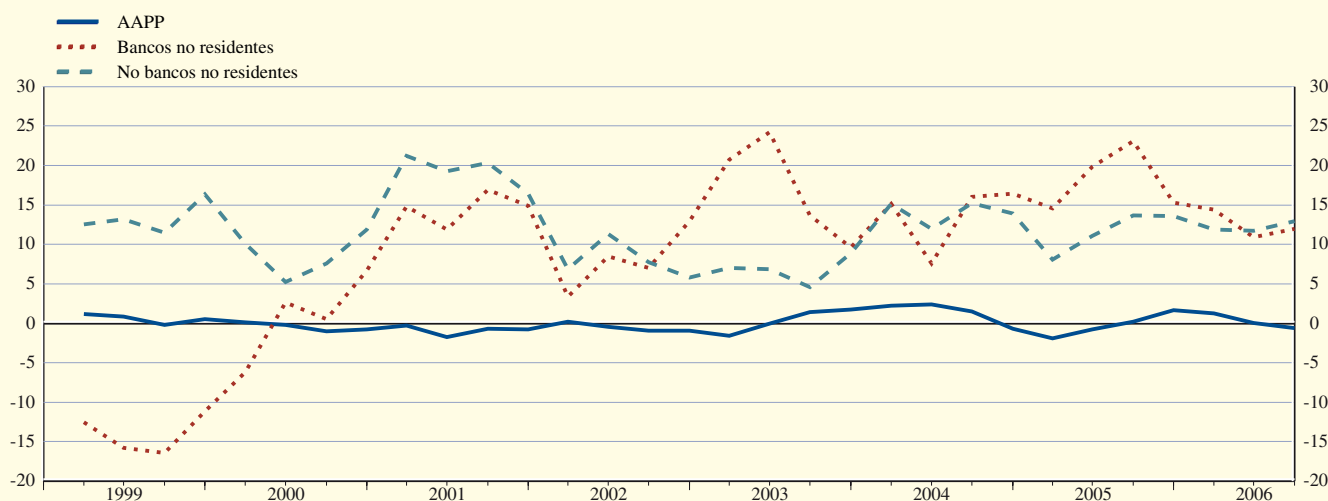
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,8	771,5	66,5	705,0
III ^(p)	804,2	102,1	230,1	438,9	33,1	2.736,1	1.923,4	817,3	67,4	750,0
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 I	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III ^(p)	-3,0	-2,4	-4,3	2,7	1,1	120,3	79,3	45,5	0,2	45,3
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Mar	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep ^(p)	-0,6	-12,5	-7,9	7,1	1,3	12,1	12,0	13,0	4,3	13,8

C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro³⁾

(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.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

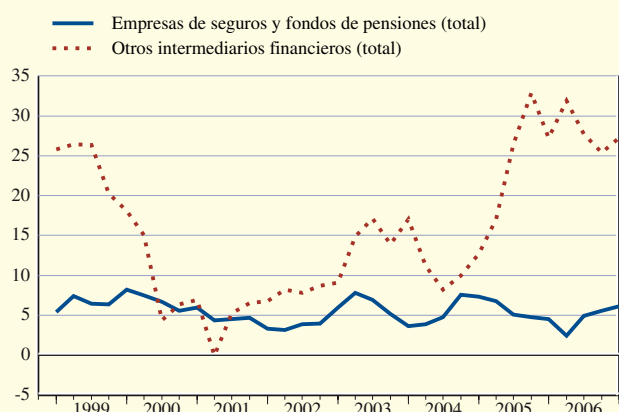
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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
III	637,3	66,8	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.084,8	272,2	235,9	420,7	10,2	0,3	145,5
2006 Oct	637,7	66,0	48,3	493,0	1,0	1,4	27,9	1.091,5	260,4	240,8	443,8	10,2	0,2	136,0
Nov	636,3	63,7	50,4	492,6	1,0	1,4	27,2	1.121,3	271,5	245,0	456,4	10,8	0,2	137,3
Dic ^(p)	649,7	70,1	57,0	495,3	1,0	1,4	24,9	1.128,1	276,6	251,6	472,0	10,6	0,2	117,1
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	178,4	40,1	37,3	99,2	1,5	0,0	0,4
2006 I	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
II	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
III	11,5	-1,9	3,2	8,0	-0,1	0,0	2,2	35,7	-6,7	22,4	13,9	-0,7	0,1	6,7
2006 Oct	0,4	-0,7	-2,8	0,3	0,0	0,0	3,6	5,6	-11,8	5,0	21,9	0,1	0,0	-9,5
Nov	-1,1	-2,2	2,2	-0,4	0,0	0,0	-0,7	33,4	12,0	5,5	13,7	0,7	0,0	1,4
Dic ^(p)	13,4	6,4	6,6	2,8	0,0	0,0	-2,3	6,7	5,2	6,6	15,5	-0,2	0,0	-20,3
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	27,2	22,2	25,0	48,4	14,3	-	0,4
2006 Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,9	20,7	41,8	53,2	6,1	-	4,7
Jun	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,7	18,2	43,5	43,4	-1,8	-	-1,8
Sep	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,4	7,9	39,3	41,0	-3,2	-	8,4
2006 Oct	4,4	-1,3	-0,1	5,2	-13,5	-4,4	16,2	24,1	7,8	37,1	43,9	-6,0	-	-3,9
Nov	5,0	-6,2	19,4	4,8	-14,3	-3,8	17,9	27,4	16,2	37,9	42,5	-1,1	-	0,5
Dic ^(p)	6,2	3,9	10,5	5,5	-16,0	-3,4	21,1	27,2	19,0	37,3	38,7	3,0	-	-2,7

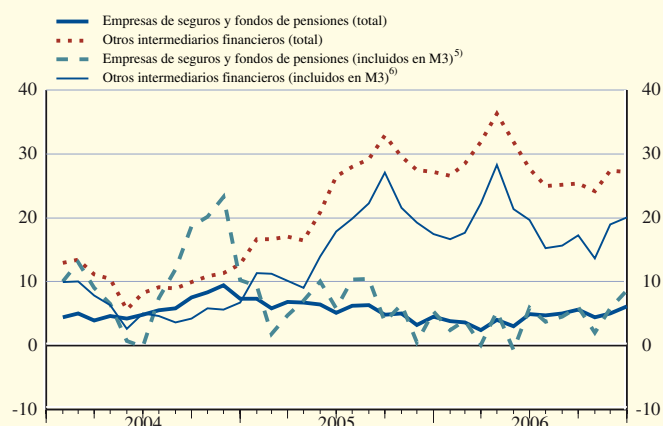
C8 Depósitos totales por sector⁴⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector⁴⁾

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

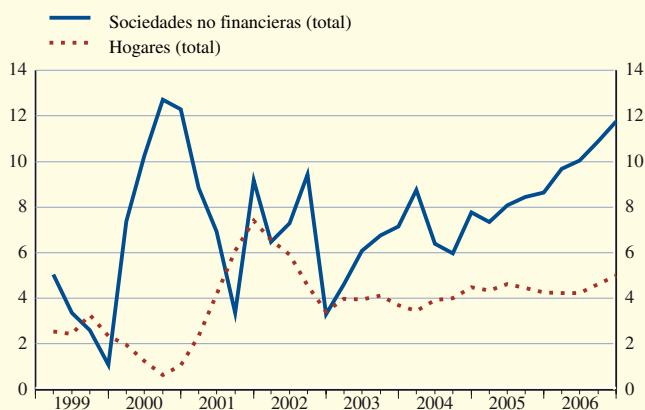
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	313,0	73,2	43,6	1,2	22,0	4.422,9	1.725,6	569,4	616,5	1.363,9	89,0	58,5
III	1.269,0	790,6	334,7	73,4	43,8	1,3	25,1	4.439,1	1.703,2	613,8	608,9	1.355,4	93,0	64,8
2006 Oct	1.277,1	782,1	353,9	72,3	42,5	1,3	24,9	4.442,8	1.695,7	629,9	605,2	1.350,0	95,1	66,9
Nov	1.289,4	799,7	351,3	71,3	42,0	1,3	23,7	4.452,6	1.698,2	644,7	602,0	1.341,5	97,7	68,5
Dic ^(p)	1.345,6	852,3	356,7	70,1	40,5	1,3	24,7	4.554,3	1.750,3	669,4	606,7	1.358,1	99,8	70,0
Operaciones														
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006 I	-10,4	-23,0	8,9	4,8	2,0	0,0	-3,1	14,0	-11,9	16,0	-8,1	13,9	1,8	2,3
II	40,0	39,3	2,0	1,3	-3,0	0,0	0,4	68,5	52,2	21,0	-7,0	-3,7	2,7	3,4
III	32,0	6,9	21,6	0,2	0,2	0,0	3,1	17,5	-22,2	44,3	-6,3	-8,5	3,9	6,3
2006 Oct	9,3	-8,5	19,2	0,1	-1,3	0,0	-0,1	3,8	-7,5	16,1	-3,7	-5,4	2,1	2,1
Nov	14,7	18,6	-1,4	-0,8	-0,5	0,0	-1,2	11,1	2,8	15,7	-3,1	-8,4	2,6	1,6
Dic ^(p)	56,2	52,6	5,4	-1,2	-1,4	0,0	0,9	101,7	52,1	24,8	4,7	16,5	2,1	1,5
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Mar	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
Jun	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
Sep	10,9	10,1	13,9	14,0	-0,5	4,2	10,6	4,6	4,8	19,2	-2,8	1,1	10,8	25,7
2006 Oct	9,7	6,7	18,0	12,8	-4,8	4,6	18,8	4,7	4,1	21,8	-3,2	0,9	14,0	30,7
Nov	10,3	8,1	19,2	10,1	-6,6	4,9	0,9	4,6	3,5	24,1	-3,4	0,5	16,9	30,5
Dic ^(p)	11,8	11,2	18,4	6,5	-9,2	5,9	0,3	5,0	3,9	25,9	-3,7	0,3	18,2	32,6

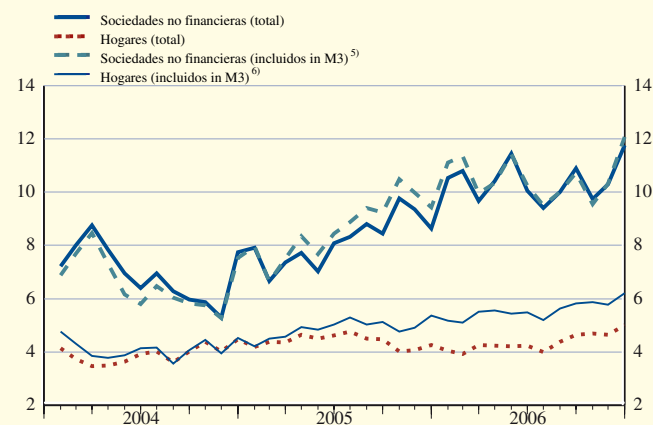
C10 Depósitos totales por sector⁴⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector⁴⁾

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

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

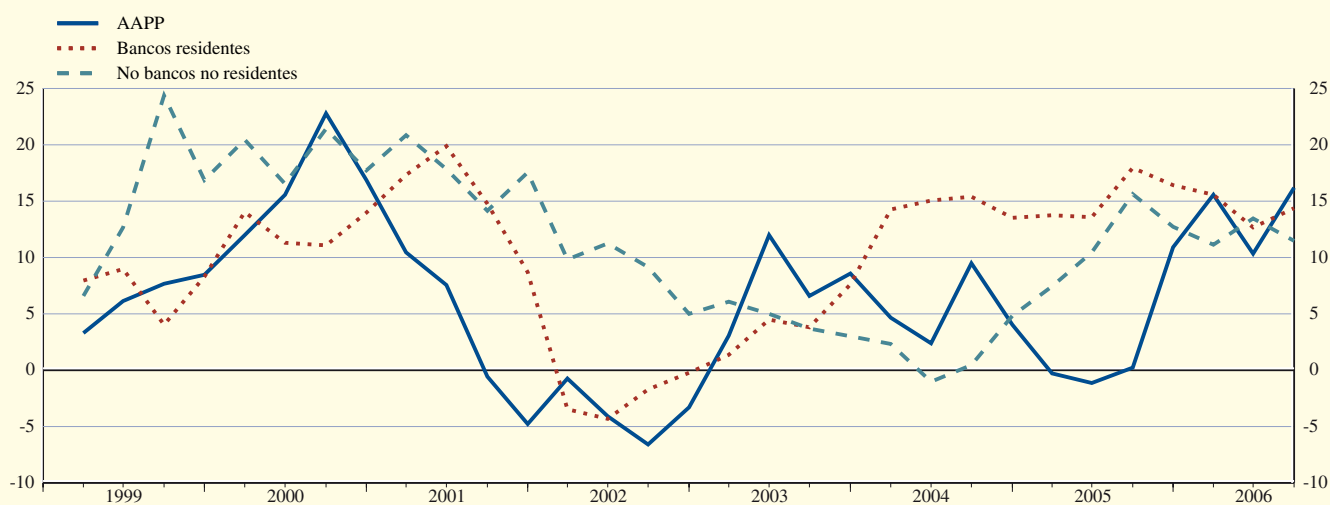
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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)	333,0	147,7	41,5	83,7	60,1	3.369,2	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)	15,8	9,6	1,9	1,1	3,2	157,6	124,5	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	13,4	14,4	11,4	5,7	12,5

C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ³⁾

(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.

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

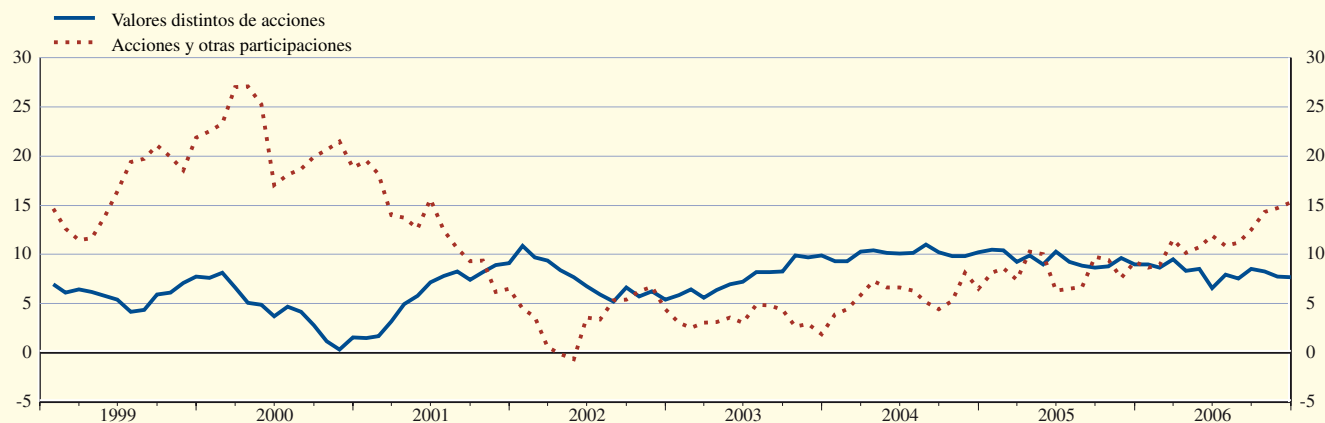
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(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	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006 I	4.551,2	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	966,3	1.359,5	323,6	773,0	262,9
II	4.544,0	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	955,9	1.372,4	334,5	774,7	263,3
2006 Jul	4.612,7	1.534,2	69,6	1.367,9	17,2	584,0	28,3	1.011,5	1.368,2	331,1	780,5	256,5
Ago	4.605,2	1.545,0	67,9	1.345,4	17,3	580,5	28,9	1.020,4	1.381,2	335,0	787,3	258,9
Sep	4.652,8	1.557,7	68,9	1.334,7	16,7	589,3	28,7	1.056,8	1.415,5	342,4	797,2	275,8
Oct	4.691,7	1.568,4	69,7	1.324,5	16,6	602,3	30,3	1.080,0	1.447,4	344,1	814,8	288,5
Nov	4.722,3	1.575,4	70,1	1.323,1	16,5	609,1	28,9	1.099,1	1.479,7	372,2	823,9	283,6
Dic ^(p)	4.661,6	1.557,2	72,5	1.259,7	16,2	618,0	29,7	1.108,3	1.491,9	377,3	817,1	297,5
	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	353,9	85,7	2,0	51,4	-0,9	71,6	7,6	136,5	106,7	26,8	50,7	29,2
2006 I	173,1	59,2	3,5	23,5	0,2	22,2	3,4	61,1	89,0	10,7	66,9	11,4
II	24,6	15,1	-2,0	-20,6	1,0	29,1	-0,3	2,3	22,4	13,5	8,5	0,3
2006 Jul	65,6	12,8	3,7	-19,2	-0,1	10,9	0,9	56,5	-10,7	-4,2	1,7	-8,2
Ago	-10,2	9,3	-0,4	-26,1	0,2	-1,2	0,7	7,2	-0,7	3,2	-4,7	0,8
Sep	38,8	16,8	0,7	-12,9	-0,8	8,9	-0,4	26,5	32,2	3,2	12,8	16,3
Oct	37,4	11,0	0,5	-8,9	-0,1	12,8	1,5	20,6	26,4	1,0	15,3	10,1
Nov	63,8	14,1	2,2	-1,9	0,4	9,4	-0,5	40,0	30,8	28,4	6,8	-4,4
Dic ^(p)	-55,6	-18,2	2,4	-58,8	-0,2	9,9	0,9	8,3	6,2	3,0	-9,1	12,2
	Tasas de crecimiento											
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,1	-4,5	15,9	43,3	18,0	9,2	9,5	7,6	13,6
2006 Mar	9,5	8,3	1,2	1,5	-0,4	16,4	67,6	21,0	11,5	10,0	14,9	3,8
Jun	6,6	5,9	1,0	-1,0	12,4	17,4	50,9	13,4	11,9	12,6	12,1	10,2
2006 Jul	7,9	6,2	6,6	-2,2	8,9	20,0	48,1	19,9	10,9	10,1	13,4	4,5
Ago	7,6	7,0	5,9	-3,5	9,4	20,4	46,2	18,3	11,2	11,8	12,7	5,9
Sep	8,5	8,5	6,9	-3,7	1,7	21,9	50,7	19,8	12,5	12,8	12,8	11,1
Oct	8,2	8,9	5,2	-5,3	-1,0	21,3	39,0	20,9	14,3	13,0	13,7	17,5
Nov	7,7	9,3	7,0	-8,2	2,2	19,3	27,5	23,9	14,7	17,2	14,3	12,9
Dic ^(p)	7,7	8,3	16,8	-9,0	3,4	19,5	24,5	24,6	15,3	18,7	13,9	15,1

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 I	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
II	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
2006 Jul	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Oct	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov	-0,7	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Dic ^(p)	-2,9	-0,6	-1,2	-1,1	-0,2	0,0	-0,2

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	22,7	3,4	0,5	7,6	0,7	1,6	0,3	8,6	28,1	4,6	17,1	6,4
2006 I	-6,5	-1,1	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	0,0	-0,2	16,0	3,9	6,8	5,2
II	-9,4	0,2	-0,1	-4,4	0,0	-1,2	-0,2	-3,6	-11,1	-2,3	-6,9	-1,9
2006 Jul	4,6	0,3	0,0	2,5	0,0	1,2	0,0	0,6	5,8	0,9	3,5	1,5
Ago	3,3	0,8	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	1,3	4,8	1,0	3,2	0,7
Sep	3,8	1,0	0,0	2,2	0,0	0,1	0,0	0,3	3,6	1,2	1,7	0,7
Oct	0,1	0,1	0,0	-1,7	0,0	0,8	0,0	0,8	5,4	0,7	2,1	2,6
Nov	0,0	0,4	-0,1	2,2	-0,1	0,6	-0,1	-2,8	1,5	-0,4	2,3	-0,4
Dic ^(p)	-5,0	-0,6	-0,1	-4,1	0,0	-0,6	-0,1	0,5	6,1	2,1	2,3	1,7

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)	5.091,3	90,4	9,6	5,9	0,5	1,3	1,2	7.763,1	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)	4.383,1	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)	4.790,8	-	-	-	-	-	-	9.789,3	96,3	3,7	1,7	0,2	1,1	0,6
	A no residentes en la zona del euro													
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 I	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
II	1.839,8	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III ^(p)	1.923,4	50,2	49,8	29,3	2,3	2,2	10,7	817,3	41,3	58,7	41,2	1,9	3,6	8,6

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				Total							
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 I	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
II	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,7	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	1.626,6	95,8	4,2	2,1	0,2	0,3	1,3	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	395,5	49,4	50,6	29,7	0,8	0,6	15,9	540,7	36,2	63,8	36,3	8,6	0,8	12,6
2006 I	422,4	51,0	49,0	28,2	0,8	0,6	16,0	559,7	37,2	62,8	35,2	6,1	0,8	15,1
II	438,8	52,1	47,9	28,0	1,0	0,5	15,1	557,6	38,0	62,0	34,9	6,2	0,8	14,7
III ^(p)	471,1	51,2	48,8	29,4	0,7	0,7	14,7	610,3	36,2	63,8	36,8	5,4	0,7	15,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
III ^(p)	5.355,2	315,5	1.983,9	178,4	1.805,5	1.865,1	637,1	181,3	372,2

2. Pasivo

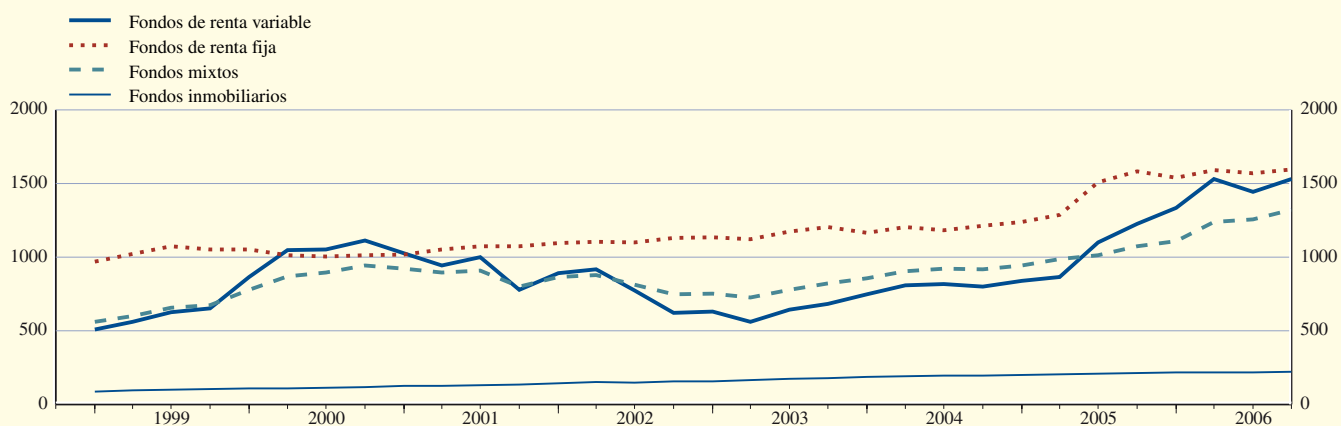
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2005 II	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
III ^(p)	5.355,2	75,7	4.992,4	287,0

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005 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	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
III ^(p)	5.355,2	1.531,2	1.597,0	1.320,4	221,0	685,6	4.080,6	1.274,5

CI4 Activos totales de los fondos de inversión²⁾

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2005 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	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
III ^(p)	1.531,2	53,6	75,9	33,2	42,7	1.281,3	68,2	-	52,3
Fondos de renta fija									
2005 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	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III ^(p)	1.597,0	105,5	1.285,6	86,6	1.199,0	41,5	51,0	-	113,4
Fondos mixtos									
2005 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	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
III ^(p)	1.320,4	68,1	509,6	45,1	464,5	331,9	273,2	0,3	137,2
Fondos inmobiliarios									
2005 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	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III ^(p)	221,0	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,1	10,4

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 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	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
III ^(p)	4.080,6	260,1	1.371,5	1.527,7	473,7	151,1	296,5
Fondos de inversores especiales							
2005 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	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III ^(p)	1.274,5	55,4	612,4	337,3	163,4	30,2	75,7

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 periodo; operaciones realizadas en el periodo)

	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 II	17.432,6	6.535,9	431,8	5.549,2	2.448,4	1.552,8	1.471,1	76,8	211,5	343,4	369,7
III	17.796,2	6.536,5	439,9	5.565,0	2.440,3	1.571,7	1.475,5	77,6	182,4	349,1	389,2
IV	18.205,4	6.737,7	465,5	5.732,3	2.559,1	1.604,4	1.488,5	80,3	173,6	366,4	366,8
2006 I	18.674,1	6.759,1	459,4	5.733,7	2.517,7	1.629,2	1.505,9	80,9	193,1	372,9	376,9
II	18.756,9	6.913,7	478,9	5.859,1	2.619,4	1.653,9	1.501,6	84,2	207,4	368,2	385,5
III	19.063,8	6.957,3	486,8	5.908,4	2.601,6	1.715,7	1.497,1	93,9	202,9	359,2	373,9
	Operaciones										
2005 II	300,6	163,6	22,2	110,0	110,9	-10,1	10,9	-1,7	24,1	7,3	-12,5
III	101,3	0,8	8,1	16,7	-7,3	18,8	4,4	0,7	-29,4	5,4	11,4
IV	292,7	204,0	25,6	170,7	119,2	34,9	14,2	2,4	-8,9	16,6	-12,3
2006 I	142,8	23,9	-6,1	4,2	-40,5	26,6	17,5	0,6	19,6	6,3	4,6
II	303,7	160,2	19,6	130,1	103,2	27,7	-4,1	3,3	15,2	-4,7	-0,9
III	177,0	55,6	7,9	50,4	-17,7	62,9	-4,5	9,7	-4,5	1,9	-16,4
	Tasas de crecimiento										
2005 II	4,6	5,8	15,8	5,5	9,0	1,8	4,9	-3,2	-5,5	7,3	1,4
III	4,5	5,4	14,5	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	5,8	1,5
IV	5,1	6,0	12,9	5,4	10,6	1,7	2,8	-9,3	6,7	6,9	2,7
2006 I	4,9	6,2	12,2	5,6	8,4	4,5	2,9	2,7	2,9	10,6	-2,4
II	4,8	6,0	10,9	5,8	7,1	7,0	2,2	9,2	-1,6	6,9	0,8
III	5,1	6,8	10,7	6,4	6,7	9,7	1,6	20,7	11,7	5,8	-6,4

	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 II	1.997,8	237,8	1.760,0	4.447,7	2.366,9	2.080,8	409,2	4.451,2	4.042,5	408,7
III	1.990,7	236,2	1.754,6	4.710,3	2.549,3	2.161,0	410,3	4.558,7	4.144,7	414,0
IV	1.968,5	219,0	1.749,5	4.839,6	2.669,5	2.170,0	400,5	4.659,5	4.242,0	417,5
2006 I	2.044,7	251,2	1.793,5	5.121,4	2.911,7	2.209,8	379,0	4.748,9	4.327,4	421,5
II	2.068,3	253,1	1.815,2	4.980,6	2.837,5	2.143,1	378,1	4.794,2	4.371,0	423,3
III	2.111,0	259,7	1.851,3	5.120,6	2.959,6	2.161,0	383,8	4.874,8	4.448,8	426,0
Operaciones										
2005 II	26,2	8,4	17,7	34,4	21,4	13,0	-0,7	76,4	72,0	4,4
III	-3,2	4,7	-7,9	26,9	-6,7	33,6	3,0	76,7	71,3	5,4
IV	0,3	-17,3	17,6	2,4	1,7	0,7	-8,4	85,9	82,3	3,6
2006 I	62,9	31,8	31,1	-31,4	-44,8	13,4	4,2	87,5	82,0	5,4
II	36,0	4,3	31,7	41,7	45,7	-4,1	-2,3	65,7	64,2	1,6
III	48,7	12,2	36,5	4,3	17,4	-13,1	7,1	68,5	68,4	0,1
Tasas de crecimiento										
2005 II	3,5	8,8	2,8	0,6	-0,9	2,3	-3,3	7,2	7,3	5,7
III	2,6	7,6	1,9	0,9	-1,6	3,6	-1,8	7,4	7,6	6,1
IV	2,3	-2,9	3,1	2,5	0,9	4,2	0,1	7,6	7,7	6,1
2006 I	4,4	12,0	3,4	0,7	-1,2	3,0	-0,5	7,5	7,8	4,7
II	4,8	9,9	4,1	0,9	-0,2	2,1	-0,9	7,1	7,4	3,9
III	7,4	13,1	6,7	0,4	0,8	-0,1	0,2	6,7	7,2	2,6

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos a fin de 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 II	18.808,1	9.251,4	8.110,3	926,7	82,2	844,5	3.912,2	1.241,4	2.670,8	4.412,4	303,2	4.109,2	528,5
III	19.270,4	9.381,7	8.240,1	931,0	87,5	843,4	3.947,4	1.228,4	2.718,9	4.503,4	300,7	4.202,7	555,5
IV	19.544,9	9.624,3	8.450,6	937,9	79,8	858,1	4.062,7	1.270,6	2.792,1	4.623,7	307,1	4.316,6	588,9
2006 I	20.179,7	9.848,4	8.645,3	932,6	86,7	845,9	4.199,9	1.290,9	2.909,0	4.715,9	302,4	4.413,5	648,1
II	20.255,2	10.071,9	8.856,4	919,0	88,7	830,3	4.330,0	1.339,9	2.990,1	4.822,9	311,9	4.511,0	689,1
III	20.643,4	10.244,1	9.017,2	911,1	87,7	823,4	4.429,4	1.355,4	3.074,0	4.903,6	309,1	4.594,6	750,8
	Operaciones												
2005 II	341,9	199,1	187,8	0,8	4,8	-4,0	84,4	39,1	45,3	113,8	10,5	103,3	51,6
III	205,6	130,8	133,4	4,5	5,3	-0,9	33,2	-16,8	50,0	93,1	-2,5	95,6	28,6
IV	280,5	267,7	227,0	14,4	-7,5	21,9	131,1	45,3	85,8	122,2	6,5	115,7	45,6
2006 I	303,0	205,7	176,8	-5,0	6,9	-12,0	122,0	22,2	99,7	88,8	-2,3	91,0	56,7
II	327,8	242,7	219,0	-7,2	2,3	-9,5	136,7	49,1	87,5	113,2	9,8	103,4	67,0
III	206,7	182,8	166,4	-2,8	-1,0	-1,8	101,5	21,1	80,4	84,1	-2,4	86,4	42,8
	Tasas de crecimiento												
2005 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	5,9	7,8	8,2	1,5	-0,9	1,7	7,7	6,1	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	7,5	10,7	9,7	4,2	10,1	39,2
II	5,9	9,2	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,8	8,0	12,1	9,5	3,8	9,9	37,5
III	5,8	9,6	9,6	-0,1	0,9	-0,2	12,4	11,2	13,0	9,1	3,9	9,4	38,2

	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 II	5.713,7	5.031,8	625,2	4.406,7	681,9	246,1	435,8	3.242,4	293,6	307,0
III	5.702,6	5.025,8	611,3	4.414,5	676,8	239,3	437,5	3.579,5	296,1	310,5
IV	5.620,2	4.957,5	586,9	4.370,6	662,7	234,0	428,7	3.674,9	311,7	313,8
2006 I	5.612,2	4.944,6	596,1	4.348,5	667,6	246,0	421,7	4.082,3	319,6	317,1
II	5.606,8	4.921,5	608,5	4.313,1	685,3	252,1	433,2	3.942,2	314,1	320,2
III	5.676,5	4.988,2	596,2	4.391,9	688,4	251,9	436,5	4.084,9	314,3	323,6
	Operaciones									
2005 II	123,7	113,2	24,7	88,5	10,5	8,8	1,7	1,4	14,5	3,3
III	-10,5	-4,0	-13,6	9,7	-6,5	-6,9	0,4	79,3	2,6	3,4
IV	-25,3	-20,0	-24,4	4,4	-5,3	-5,1	-0,2	20,5	14,4	3,3
2006 I	88,6	78,6	9,4	69,2	10,0	12,1	-2,1	-2,5	7,9	3,3
II	69,5	46,3	11,9	34,5	23,2	6,0	17,1	18,0	-5,4	3,0
III	16,8	10,7	-11,8	22,6	6,1	-0,6	6,7	3,4	0,2	3,5
	Tasas de crecimiento									
2005 II	4,8	5,1	1,9	5,6	3,0	5,7	1,6	0,5	7,1	4,5
III	3,7	4,1	-0,3	4,7	0,8	4,3	-1,1	3,2	5,3	4,5
IV	4,2	4,6	-0,4	5,3	1,3	5,5	-0,8	3,6	7,7	4,2
2006 I	3,2	3,5	-0,7	4,1	1,3	3,8	-0,1	3,1	14,1	4,4
II	2,1	2,0	-2,7	2,7	3,1	2,5	3,5	3,6	6,6	4,2
III	2,6	2,3	-2,5	3,0	5,0	5,2	4,9	1,1	5,8	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 II	4.534,1	595,8	61,2	511,3	2,7	20,6	365,8	67,5	298,3	1.839,3	84,5	1.754,8
III	4.707,6	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	372,7	73,2	299,4	1.885,5	82,2	1.803,3
IV	4.802,2	612,6	67,8	521,6	2,6	20,6	376,1	79,0	297,0	1.911,5	84,8	1.826,7
2006 I	4.972,1	613,0	65,6	525,2	2,5	19,7	389,5	83,6	305,9	1.937,6	88,4	1.849,2
II	4.967,2	625,7	68,6	532,6	2,4	22,1	389,3	84,8	304,6	1.950,6	88,8	1.861,8
III	5.136,9	637,3	66,8	543,8	2,4	24,4	386,3	80,7	305,6	2.010,1	93,2	1.916,9
Operaciones												
2005 II	60,6	-2,0	-5,3	2,2	0,2	0,8	-4,4	1,4	-5,8	36,3	0,6	35,7
III	81,5	7,1	-1,2	6,4	0,1	1,8	2,2	1,2	1,1	36,2	-2,2	38,4
IV	75,8	8,7	7,4	3,1	0,0	-1,9	1,3	5,4	-4,1	41,6	1,9	39,7
2006 I	94,5	0,6	-2,0	3,6	-0,1	-0,8	13,5	4,6	8,9	42,7	2,9	39,8
II	68,6	12,9	3,0	7,6	0,0	2,4	0,4	1,3	-0,8	28,7	-1,1	29,9
III	78,0	11,5	-1,9	11,2	-0,1	2,2	1,6	0,2	1,4	35,0	5,3	29,7
Tasas de crecimiento												
2005 II	6,4	5,1	1,8	5,7	23,8	-2,8	-1,7	2,2	-2,6	9,7	6,2	9,9
III	7,0	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-1,0	4,3	-2,1	9,8	2,6	10,1
IV	7,0	4,5	12,5	3,7	18,4	-0,8	-0,9	13,2	-3,9	9,2	-1,8	9,8
2006 I	7,1	2,4	-1,7	3,0	7,2	-0,3	3,4	18,9	0,0	8,8	3,8	9,1
II	7,1	4,9	11,8	4,0	-3,1	7,5	4,8	18,2	1,7	8,1	1,6	8,4
III	6,7	5,6	10,9	4,9	-6,9	8,6	4,5	15,5	1,8	7,9	10,8	7,7

	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 II	1.598,1	759,7	838,4	86,1	135,1	4.663,5	92,8	63,8	22,2	223,3	4.325,2	3.707,5	617,7
III	1.708,9	830,4	878,6	86,9	137,7	4.801,8	92,4	65,2	22,9	251,2	4.435,3	3.808,5	626,8
IV	1.762,2	859,4	902,9	79,6	139,8	4.910,0	66,3	64,6	23,0	285,9	4.534,8	3.900,4	634,4
2006 I	1.889,6	920,8	968,8	81,8	142,4	5.032,2	83,7	81,9	22,9	298,7	4.626,9	3.983,5	643,4
II	1.856,7	886,2	970,4	85,7	144,8	5.053,6	86,6	84,7	23,1	272,5	4.671,4	4.024,1	647,3
III	1.956,8	927,8	1.029,0	87,9	146,5	5.175,3	91,2	89,5	23,7	308,3	4.752,1	4.101,0	651,1
	Operaciones												
2005 II	28,4	4,0	24,5	6,3	2,2	78,7	2,8	5,5	0,1	0,5	75,3	70,3	5,0
III	33,4	16,2	17,2	0,9	2,6	80,2	-0,4	1,4	0,6	1,1	78,9	69,7	9,3
IV	22,6	0,4	22,2	-8,3	1,6	90,6	-0,5	-0,6	0,2	4,0	86,9	80,1	6,8
2006 I	33,9	-2,2	36,2	-0,1	3,8	107,6	17,3	17,1	0,0	0,1	90,3	79,5	10,7
II	23,2	5,4	17,8	3,4	3,3	67,8	3,0	2,8	0,3	0,1	64,4	61,2	3,2
III	27,6	6,9	20,7	0,9	2,4	76,8	4,5	4,8	0,5	4,1	67,7	64,6	3,0
	Tasas de crecimiento												
2005 II	5,5	3,4	7,3	16,7	5,2	6,7	3,5	17,6	-4,4	1,4	7,1	7,5	5,0
III	6,8	4,3	9,0	19,4	5,4	7,1	1,1	22,8	6,7	0,9	7,5	7,8	5,5
IV	7,4	3,8	10,7	-2,4	7,7	7,7	14,4	30,8	7,2	2,7	7,9	8,2	5,8
2006 I	7,8	2,5	12,6	-1,8	7,8	7,9	21,2	40,4	3,9	2,6	7,9	8,4	5,1
II	7,1	2,6	11,1	-4,8	8,4	7,4	20,8	32,5	4,7	2,4	7,4	7,8	4,9
III	6,3	1,3	11,0	-4,7	8,1	7,1	26,3	37,1	4,2	3,3	7,0	7,5	3,8

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.



MERCADOS FINANCIEROS

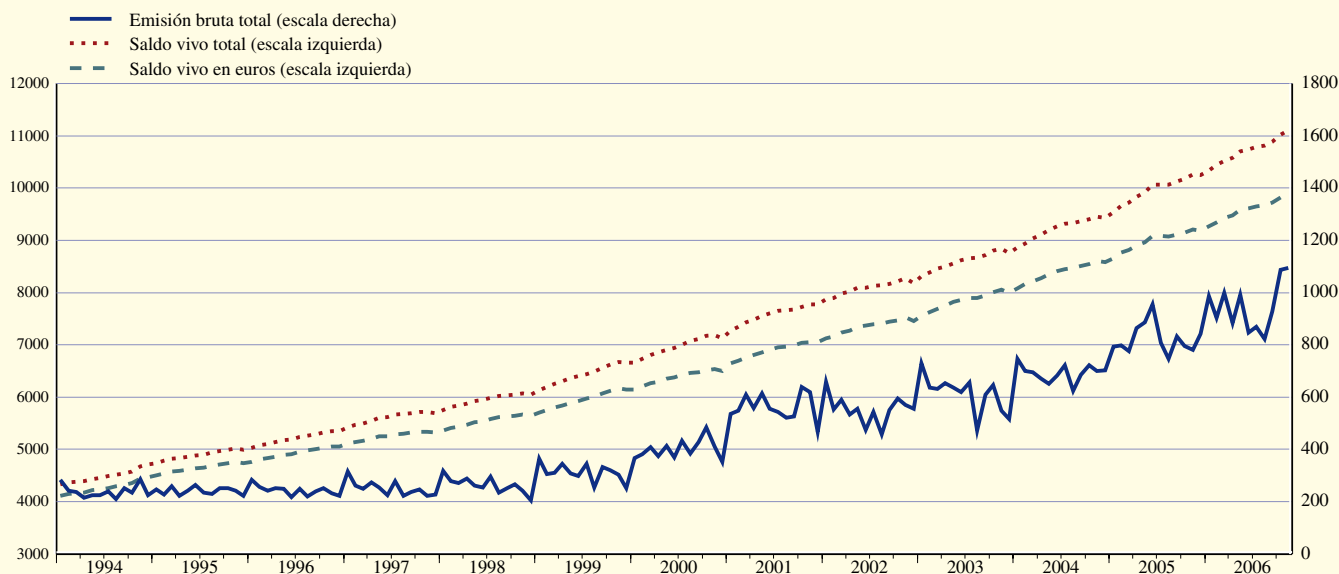
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				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⁾	
											Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2005 Nov	10.819,4	801,7	79,1	9.210,5	734,7	61,6	10.267,2	781,5	74,2	7,6	71,2	7,3
Dic	10.833,3	871,0	12,6	9.187,3	794,8	-24,2	10.249,3	841,6	-24,8	7,5	75,9	6,1
2006 Ene	10.882,5	972,1	55,1	9.266,1	927,6	84,7	10.332,3	987,8	103,1	7,6	61,5	7,1
Feb	10.990,5	918,2	105,6	9.345,4	846,5	76,6	10.439,5	903,3	89,3	7,2	61,7	7,5
Mar	11.144,0	1.052,7	153,2	9.426,3	937,9	80,7	10.523,7	999,4	97,2	7,6	70,3	7,9
Abr	11.166,7	874,8	19,4	9.477,9	821,7	48,5	10.581,7	882,9	67,9	7,2	56,0	7,9
May	11.295,2	1.010,7	128,6	9.591,9	940,1	114,1	10.704,6	992,3	127,9	7,8	90,8	8,3
Jun	11.354,3	895,6	63,1	9.611,0	794,0	23,0	10.735,3	847,1	31,7	6,6	24,1	7,2
Jul	11.366,6	877,8	11,6	9.646,5	821,3	34,8	10.784,3	868,9	44,6	7,0	53,6	7,0
Ago	11.398,8	839,2	31,7	9.668,0	781,2	20,9	10.814,0	823,8	24,2	7,3	74,3	7,2
Sep	11.523,7	1.008,8	123,9	9.718,8	883,0	49,9	10.882,8	928,7	56,6	7,4	56,7	6,9
Oct	.	.	.	9.822,5	1.023,7	101,8	11.018,4	1.086,4	122,3	8,0	123,1	8,2
Nov	.	.	.	9.915,5	1.038,8	92,5	11.111,1	1.094,0	108,4	8,3	101,1	8,3
	A largo plazo											
2005 Nov	9.856,5	168,4	83,3	8.347,7	131,9	65,8	9.269,8	152,6	80,5	8,2	76,8	7,7
Dic	9.900,1	178,4	41,8	8.374,6	147,2	25,2	9.302,3	166,0	27,4	8,3	72,1	6,2
2006 Ene	9.943,2	195,9	48,3	8.414,0	173,5	44,5	9.342,6	195,4	56,9	8,1	57,3	7,3
Feb	10.032,8	214,8	88,2	8.475,4	170,4	59,8	9.428,2	196,1	72,0	7,6	49,7	7,8
Mar	10.131,0	245,3	98,5	8.546,3	194,3	71,4	9.497,0	220,1	79,7	7,8	60,3	8,1
Abr	10.167,0	174,6	34,4	8.575,6	141,4	27,9	9.534,8	170,5	47,8	7,5	49,2	8,1
May	10.267,2	205,5	100,6	8.661,3	167,2	85,9	9.627,8	186,8	95,6	7,7	63,5	7,7
Jun	10.325,5	198,5	59,0	8.725,0	167,6	64,3	9.711,9	192,5	80,5	6,7	52,5	7,3
Jul	10.358,2	185,5	32,9	8.750,7	158,3	25,8	9.752,7	176,9	36,9	7,2	48,8	7,0
Ago	10.374,5	90,4	16,4	8.761,9	71,5	11,4	9.770,7	87,9	20,8	7,5	65,7	7,3
Sep	10.472,5	222,2	98,3	8.817,0	156,8	55,5	9.840,2	175,5	63,0	7,6	53,6	7,1
Oct	.	.	.	8.887,8	173,4	68,8	9.933,2	205,7	86,4	8,1	102,3	8,3
Nov	.	.	.	8.984,3	168,4	95,9	10.028,5	193,9	110,0	8,4	103,0	9,1

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	
	1	2	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP	7	8	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
			3	4	5	6			9	10	11	12
Total												
2004	9.429	3.713	737	591	4.138	250	8.307	5.480	223	1.028	1.493	83
2005	10.249	4.109	925	613	4.319	283	9.878	6.983	325	1.032	1.444	95
2005 IV	10.249	4.109	925	613	4.319	283	2.418	1.747	116	250	279	26
2006 I	10.524	4.259	969	621	4.385	289	2.890	2.106	85	256	421	22
II	10.735	4.337	1.032	638	4.430	298	2.722	1.976	108	261	355	22
III	10.883	4.436	1.069	635	4.445	298	2.621	1.927	78	264	334	18
2006 Ago	10.814	4.396	1.056	631	4.431	300	824	637	20	81	80	6
Sep	10.883	4.436	1.069	635	4.445	298	929	678	29	97	119	5
Oct	11.018	4.521	1.110	644	4.445	298	1.086	801	56	115	105	9
Nov	11.111	4.555	1.138	646	4.469	304	1.094	835	44	114	93	9
A corto plazo												
2004	926	447	7	90	376	5	6.368	4.574	44	931	785	33
2005	947	482	7	90	363	5	7.808	6.046	45	942	742	33
2005 IV	947	482	7	90	363	5	1.940	1.531	10	221	170	8
2006 I	1.027	539	7	98	377	5	2.279	1.817	14	242	199	8
II	1.023	531	10	101	376	5	2.172	1.739	16	229	180	8
III	1.043	561	12	96	369	4	2.181	1.732	16	248	176	8
2006 Ago	1.043	557	11	96	375	5	736	593	6	80	55	2
Sep	1.043	561	12	96	369	4	753	596	5	91	58	3
Oct	1.085	603	11	100	367	4	881	707	6	106	59	3
Nov	1.083	596	11	102	369	4	900	732	4	104	58	2
Total a largo plazo ¹⁾												
2004	8.503	3.266	729	501	3.762	245	1.940	905	179	97	708	49
2005	9.302	3.627	918	522	3.957	278	2.069	937	279	89	702	61
2005 IV	9.302	3.627	918	522	3.957	278	478	216	106	29	109	18
2006 I	9.497	3.720	962	523	4.008	285	612	289	71	14	222	15
II	9.712	3.806	1.022	536	4.054	293	550	237	92	32	175	14
III	9.840	3.875	1.058	539	4.075	293	440	195	62	16	158	9
2006 Ago	9.771	3.839	1.045	535	4.057	295	88	44	14	2	25	3
Sep	9.840	3.875	1.058	539	4.075	293	175	82	23	6	62	3
Oct	9.933	3.919	1.099	543	4.078	294	206	94	50	9	46	6
Nov	10.028	3.959	1.127	544	4.099	300	194	103	40	10	35	7
Del cual: a tipo fijo												
2004	6.380	1.929	416	410	3.439	186	1.194	408	70	61	620	36
2005	6.712	2.016	458	412	3.609	217	1.227	412	91	54	621	48
2005 IV	6.712	2.016	458	412	3.609	217	264	95	35	16	103	14
2006 I	6.814	2.061	475	407	3.647	225	401	156	31	8	195	12
II	6.909	2.080	500	413	3.684	232	331	109	42	20	150	10
III	6.961	2.107	508	413	3.700	233	274	94	22	11	140	8
2006 Ago	6.925	2.088	503	411	3.690	234	55	22	7	1	21	3
Sep	6.961	2.107	508	413	3.700	233	111	42	10	4	53	2
Oct	7.010	2.129	526	415	3.706	234	115	42	23	5	41	4
Nov	7.045	2.135	530	417	3.726	237	100	43	11	9	33	4
Del cual: a tipo variable												
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.257	1.343	456	94	304	60	715	429	188	28	58	12
2005 IV	2.257	1.343	456	94	304	60	185	95	70	12	4	4
2006 I	2.329	1.383	482	97	307	60	172	108	39	4	18	3
II	2.429	1.424	517	108	319	61	176	95	50	12	15	4
III	2.487	1.443	543	110	331	60	134	76	40	4	13	2
2006 Ago	2.465	1.435	536	109	324	61	25	15	7	1	2	0
Sep	2.487	1.443	543	110	331	60	53	31	13	1	7	0
Oct	2.523	1.458	566	113	326	60	78	42	27	4	3	2
Nov	2.571	1.479	590	112	327	63	78	44	29	1	2	3

Fuente: BCE.

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

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

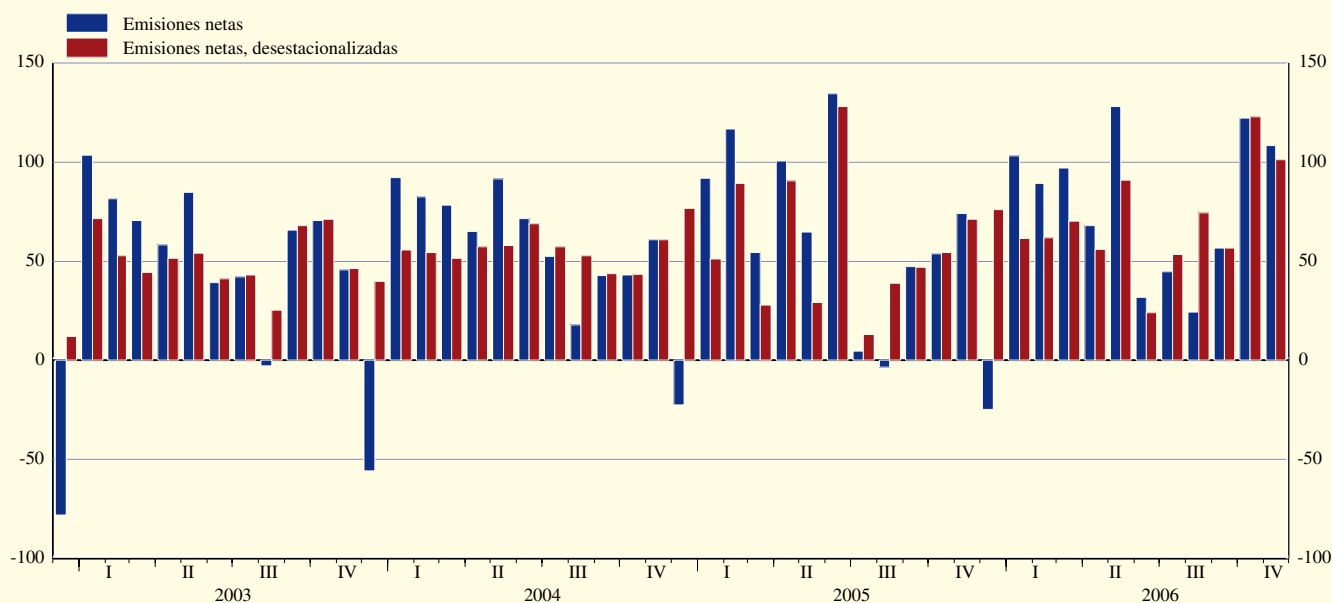
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2004	675,3	350,4	75,2	8,4	209,7	31,5	679,7	354,0	73,1	8,2	212,8	31,7
2005	714,8	315,5	175,8	21,9	169,2	32,2	716,5	318,9	171,6	22,1	171,4	32,4
2005 IV	103,2	44,8	81,2	-0,2	-34,8	12,3	201,4	78,1	59,2	5,8	47,3	11,0
2006 I	289,7	158,5	46,2	9,3	68,8	6,9	193,4	106,7	66,3	6,0	8,4	6,1
II	227,5	84,1	65,3	20,8	48,4	8,9	170,9	88,4	52,8	14,1	7,1	8,4
III	125,4	77,8	36,3	-2,8	14,6	-0,5	184,6	94,3	52,9	1,3	33,8	2,3
2006 Ago	24,2	19,5	8,3	-7,1	2,9	0,6	74,3	36,8	24,8	-5,0	15,0	2,7
Sep	56,6	30,5	12,2	3,9	12,3	-2,3	56,7	37,5	14,0	8,3	-0,5	-2,6
Oct	122,3	72,4	40,9	8,5	-0,1	0,7	123,1	58,4	44,9	5,0	15,0	-0,3
Nov	108,4	41,3	30,6	4,1	27,1	5,4	101,1	43,7	24,6	5,3	24,1	3,4
A largo plazo												
2004	615,3	297,8	73,8	12,0	201,9	29,8	618,0	299,1	71,7	12,0	205,3	30,0
2005	707,9	292,7	176,2	22,2	184,2	32,5	709,5	294,5	172,1	22,2	188,1	32,6
2005 IV	139,6	40,6	81,4	8,6	-3,7	12,7	193,7	68,7	59,4	7,8	46,1	11,6
2006 I	208,7	100,5	46,0	1,7	53,4	7,0	167,3	70,0	66,0	7,0	18,4	6,0
II	223,9	87,8	62,3	15,5	49,4	8,9	165,2	85,5	49,7	8,9	12,7	8,5
III	120,6	62,0	34,9	2,5	21,4	-0,1	168,1	66,8	51,5	4,7	42,5	2,6
2006 Ago	20,8	6,7	7,5	-0,8	6,6	0,7	65,7	19,0	24,1	1,5	18,4	2,6
Sep	63,0	32,0	11,8	3,3	17,5	-1,6	53,6	29,6	13,3	5,3	7,5	-2,1
Oct	86,4	37,4	41,4	4,1	2,6	0,9	102,3	35,5	44,8	2,6	19,3	0,0
Nov	110,0	47,3	30,4	2,3	24,2	5,7	103,0	53,7	24,8	2,1	18,5	3,8

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

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

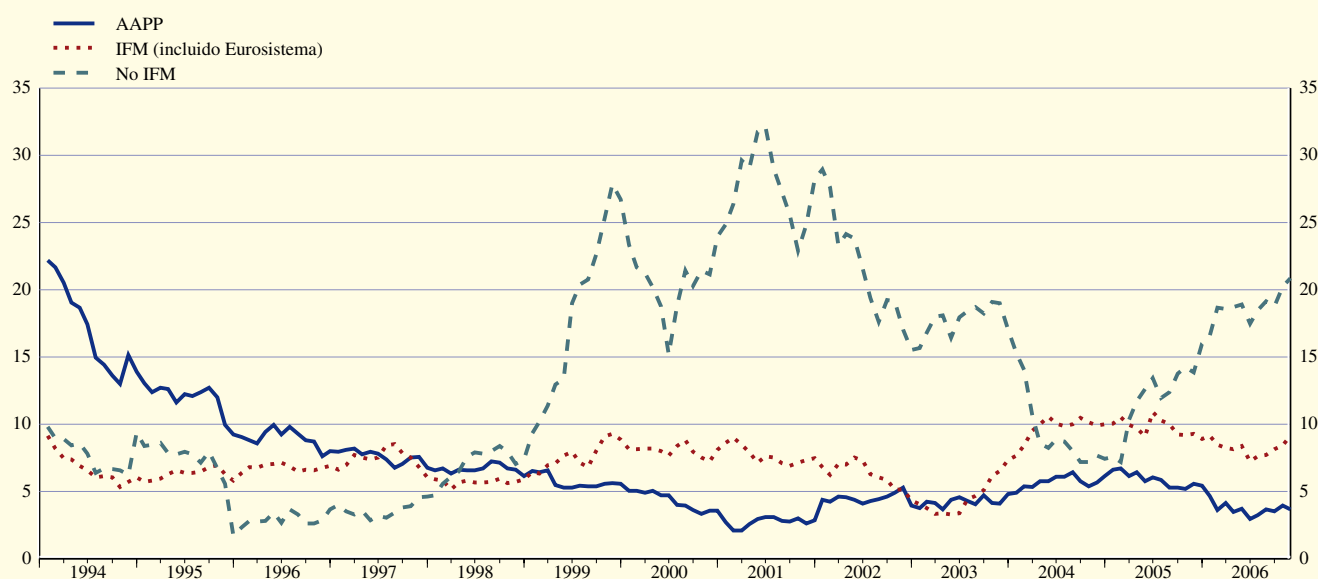


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2005 Nov	7,6	9,4	20,9	3,1	4,0	12,3	7,3	9,2	21,9	1,5	3,3	13,8
Dic	7,5	8,4	23,6	3,7	4,1	12,9	6,1	6,6	21,0	2,9	2,9	13,9
2006 Ene	7,6	9,1	24,3	3,4	3,6	11,3	7,1	7,7	26,1	4,2	3,1	12,7
Feb	7,2	8,9	26,9	3,0	2,5	11,9	7,5	8,1	30,9	4,1	2,8	14,2
Mar	7,6	9,3	27,3	2,8	3,0	11,6	7,9	9,3	31,8	3,9	2,6	13,0
Abr	7,2	8,9	27,3	2,6	2,5	10,2	7,9	9,2	31,5	3,4	2,7	11,4
May	7,8	9,9	26,6	4,1	2,6	12,1	8,3	10,5	31,5	6,8	1,8	10,5
Jun	6,6	8,1	24,5	4,8	1,8	12,3	7,2	9,6	28,0	6,6	0,7	10,5
Jul	7,0	8,3	26,4	4,9	2,2	11,7	7,0	8,9	26,8	5,5	1,2	10,6
Ago	7,3	8,4	28,0	3,5	2,5	12,1	7,2	8,8	25,4	3,0	2,3	10,1
Sep	7,4	9,0	27,2	4,4	2,2	10,2	6,9	8,8	23,0	5,0	1,9	7,5
Oct	8,0	9,7	29,9	4,1	2,6	9,3	8,2	10,1	28,4	4,9	2,5	7,4
Nov	8,3	10,1	30,4	5,3	2,5	8,6	8,3	9,6	29,2	3,7	3,3	6,7
A largo plazo												
2005 Nov	8,2	9,3	21,0	3,7	5,1	13,0	7,7	9,0	22,3	5,5	3,6	14,2
Dic	8,3	8,9	23,9	4,4	4,9	13,2	6,2	5,8	21,4	6,2	3,0	14,6
2006 Ene	8,1	9,1	24,6	4,8	4,2	11,8	7,3	7,3	26,4	6,9	3,2	13,1
Feb	7,6	8,4	27,2	5,8	3,0	12,6	7,8	7,6	31,0	7,1	2,9	15,0
Mar	7,8	8,2	27,6	4,9	3,6	12,1	8,1	7,9	32,1	5,8	3,3	13,6
Abr	7,5	8,1	27,5	5,4	3,0	10,5	8,1	7,8	31,5	5,8	3,7	12,0
May	7,7	8,4	26,7	6,8	3,2	12,5	7,7	7,7	31,3	8,1	2,6	11,0
Jun	6,7	7,2	24,4	6,2	2,3	12,7	7,3	8,7	27,4	6,2	1,6	10,7
Jul	7,2	7,6	26,3	5,8	2,6	11,9	7,0	7,9	26,2	4,7	2,1	10,6
Ago	7,5	7,7	27,7	5,3	3,1	12,4	7,3	7,8	24,7	3,5	3,3	9,9
Sep	7,6	8,1	26,9	5,5	3,0	10,8	7,1	8,4	22,1	5,2	2,8	8,0
Oct	8,1	8,4	29,6	5,0	3,5	9,9	8,3	9,1	27,8	4,2	3,5	8,1
Nov	8,4	9,2	30,1	5,4	3,3	9,2	9,1	10,6	28,8	2,8	3,9	7,5

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



Fuente: BCE.

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

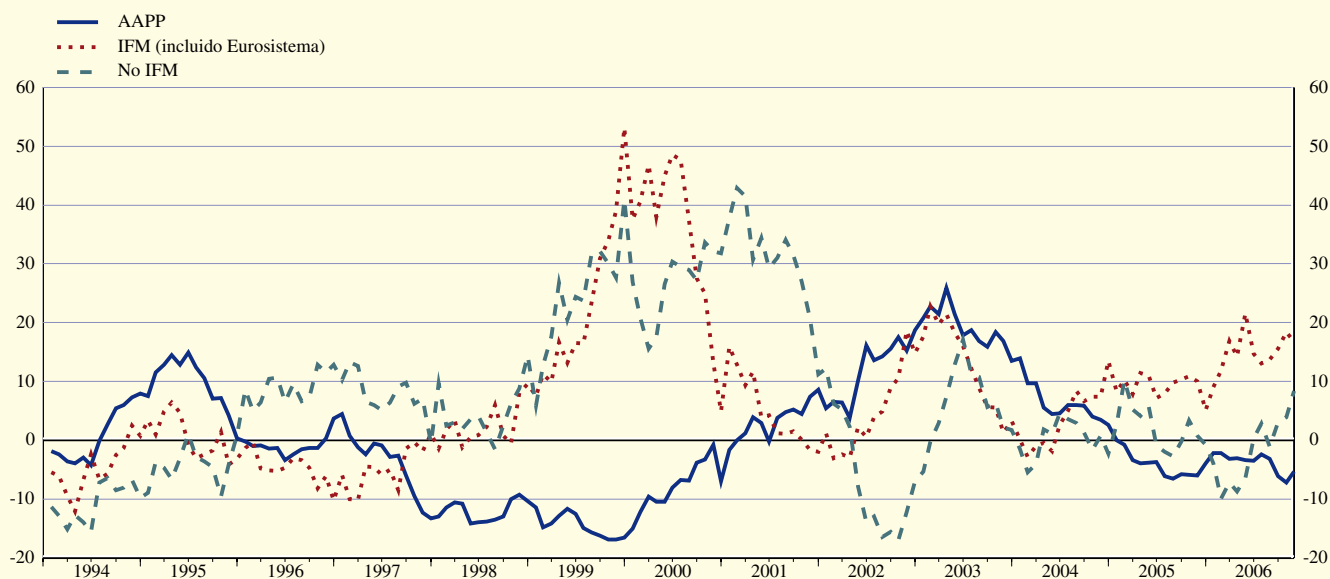
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
	13	14	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP	19	20	Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	15	16	17	18	21	22	23	24				
En todas las monedas												
2004	5,1	3,1	6,5	3,4	5,8	14,7	16,2	18,5	27,1	8,8	0,3	26,5
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,8	4,7
2005 IV	4,7	3,9	6,4	0,5	4,8	15,9	19,0	15,3	43,5	19,6	11,7	1,9
2006 I	4,3	4,2	8,9	0,7	3,6	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,1
II	4,2	4,4	11,7	1,0	3,0	13,5	16,8	11,9	45,6	28,3	3,6	5,1
III	4,4	4,6	15,1	0,8	2,8	13,8	15,2	10,1	39,6	30,1	4,1	5,8
2006 Jun	3,8	4,1	13,2	1,1	2,3	14,2	14,5	10,0	37,6	30,7	2,7	7,5
Jul	4,3	4,5	14,4	0,7	2,8	13,7	15,3	10,1	40,0	31,3	4,3	5,6
Ago	4,5	4,7	15,7	0,4	3,0	14,0	15,5	10,1	41,4	29,7	4,2	6,4
Sep	4,7	5,1	17,1	1,3	2,9	12,9	14,9	10,1	37,5	27,7	5,2	3,2
Oct	5,1	5,1	20,1	0,5	3,3	12,0	16,0	10,7	39,5	29,5	6,3	2,5
Nov	5,1	5,6	21,2	2,2	3,0	10,2	16,5	11,5	39,0	24,4	6,6	5,7
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,6	17,8	27,2	9,1	0,2	25,3
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	22,6	10,2	5,3
2005 IV	4,2	1,9	8,5	0,6	4,7	16,2	18,3	13,9	41,2	21,2	12,2	2,2
2006 I	3,7	2,4	9,1	0,5	3,5	16,1	18,1	12,9	45,7	26,4	8,2	0,9
II	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,5	10,2	41,5	31,6	3,7	4,0
III	3,6	3,1	11,2	-0,3	2,9	13,7	13,7	8,1	35,1	33,9	4,2	4,4
2006 Jun	3,2	2,6	9,9	0,8	2,4	14,1	12,8	7,6	33,3	34,6	2,7	5,9
Jul	3,6	3,0	11,0	-0,5	2,9	13,6	13,7	8,1	35,1	35,4	4,4	4,1
Ago	3,7	3,2	11,3	-0,9	3,1	13,9	14,0	8,3	36,6	33,5	4,2	5,1
Sep	3,9	3,7	12,8	0,4	2,9	12,9	13,8	8,6	34,3	31,1	5,2	2,0
Oct	4,2	3,5	14,8	-1,2	3,5	12,0	15,2	9,3	37,0	32,9	6,4	1,7
Nov	4,4	4,4	15,9	0,6	3,2	10,4	15,7	10,3	36,4	26,8	6,8	4,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

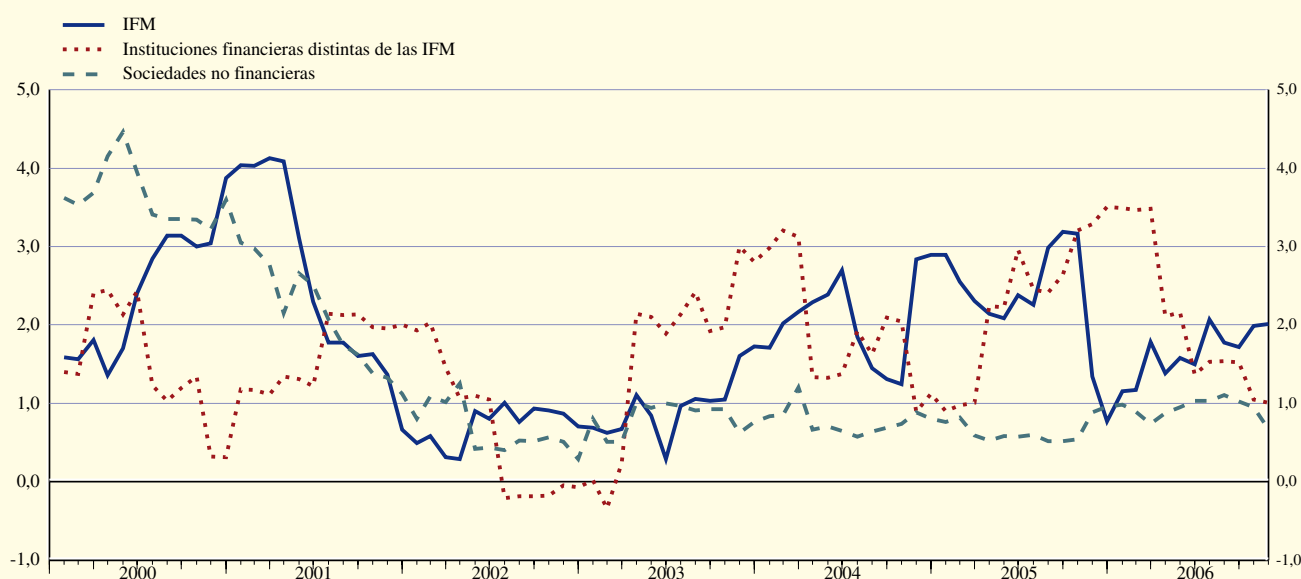
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	441,6	3,0	3.241,6	0,6
Jul	4.631,1	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	3.436,6	0,6
Ago	4.605,9	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,4	0,5
Sep	4.827,2	103,3	1,1	764,1	3,2	483,7	2,6	3.579,3	0,5
Oct	4.659,4	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.426,6	0,5
Nov	4.882,0	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,2	0,9
Dic	5.056,3	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	5.629,9	103,9	1,2	962,3	1,8	579,1	3,5	4.088,5	0,7
Abr	5.653,3	104,0	1,1	948,8	1,4	572,9	2,1	4.131,6	0,9
May	5.364,7	104,2	1,2	896,7	1,6	533,5	2,2	3.934,5	1,0
Jun	5.376,5	104,3	1,1	905,0	1,5	529,6	1,4	3.941,9	1,0
Jul	5.372,5	104,4	1,3	918,4	2,1	543,3	1,5	3.910,7	1,0
Ago	5.536,3	104,5	1,3	958,6	1,8	594,6	1,5	3.983,1	1,1
Sep	5.680,3	104,5	1,2	986,1	1,7	606,6	1,5	4.087,6	1,0
Oct	5.857,4	104,6	1,1	1.015,6	2,0	613,3	1,0	4.228,4	0,9
Nov	5.910,9	104,7	0,9	1.024,3	2,0	602,8	1,0	4.283,9	0,7

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⁾

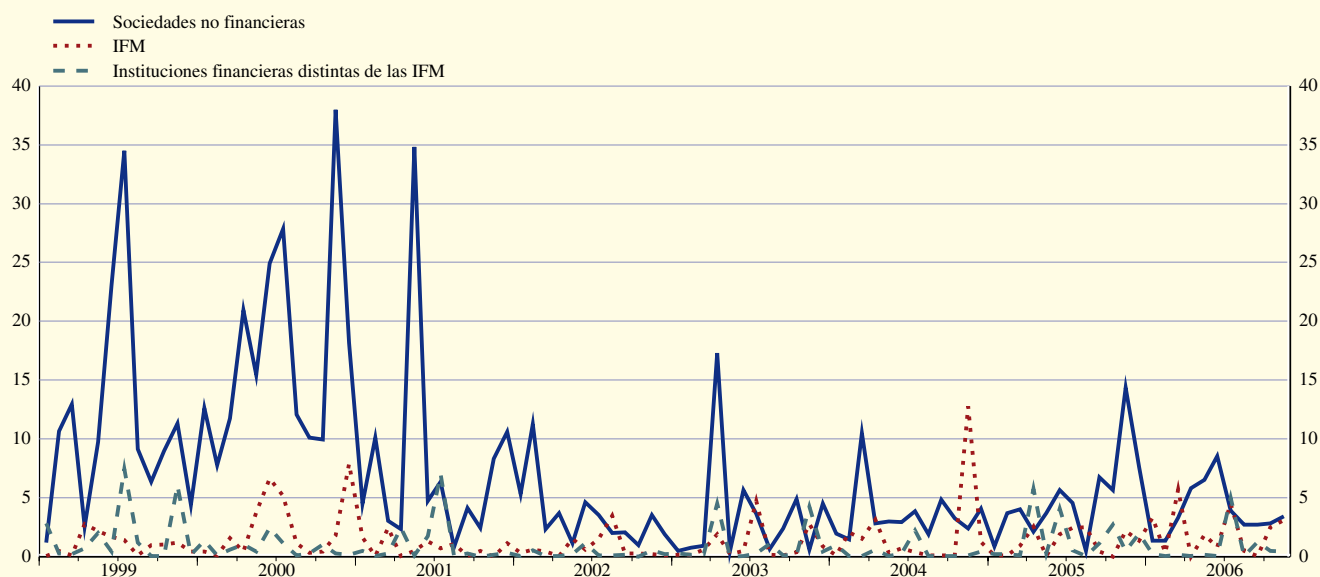
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			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 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	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,3
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	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,0	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
Sep	4,0	0,4	3,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	0,4	2,3
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,0	5,0	3,1	0,0	3,1	0,4	0,1	0,3	3,4	1,9	1,5

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 Dic	0,71	2,15	2,25	2,21	1,97	2,30	1,02	2,25	2,48	3,55	2,22
2006 Ene	0,73	2,21	2,47	2,56	2,00	2,32	1,05	2,27	2,40	3,52	2,25
Feb	0,74	2,24	2,52	2,36	1,97	2,34	1,08	2,31	2,69	3,37	2,26
Mar	0,76	2,37	2,60	2,45	1,98	2,37	1,14	2,48	2,93	3,28	2,44
Abr	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
May	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
Jun	0,81	2,57	2,88	2,57	2,04	2,53	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
Jul	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,99	2,76
Ago	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
Sep	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,98	3,45	3,82	2,96
Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
Nov	0,91	3,10	3,32	2,82	2,30	2,81	1,49	3,25	3,47	3,66	3,23

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 Dic	9,67	6,76	6,36	7,43	7,45	3,49	3,85	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,40
2006 Ene	9,80	6,94	6,48	8,13	7,87	3,61	3,91	4,14	4,06	4,09	4,15	4,59	4,34
Feb	9,61	6,88	6,34	7,95	7,76	3,66	3,97	4,14	4,06	4,08	4,24	4,66	4,35
Mar	9,90	6,79	6,28	7,88	7,65	3,73	3,99	4,22	4,10	4,15	4,33	4,72	4,49
Abr	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
May	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
Jun	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
Ago	9,95	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,64	5,26	4,94
Sep	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
Oct	10,05	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80
Nov	10,09	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,49	4,58	4,47	4,76	4,96	5,25	4,90

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 Dic		5,12	3,99	4,50	4,12	3,25	3,58
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	4,60	3,97	4,49
Sep		5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,47
Oct		5,76	4,91	5,16	4,57	4,24	4,45
Nov		5,82	5,00	5,24	4,68	4,31	4,57

Fuente: BCE.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro

(en porcentaje; saldos vivos fin de periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del periodo, salvo indicación en contrario)

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

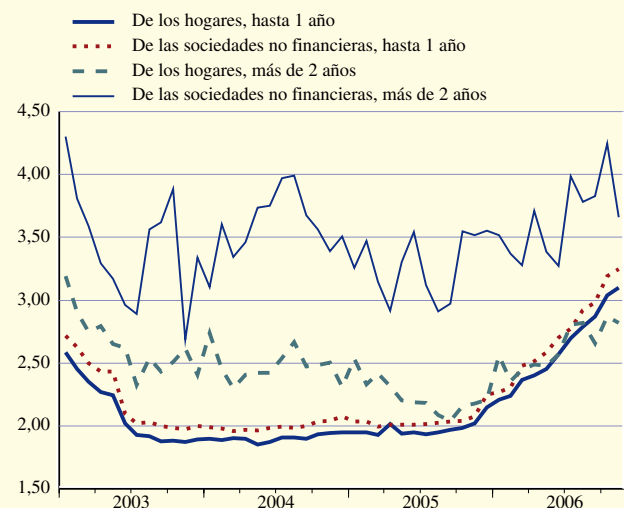
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Dic	0,71	2,01	3,15	1,97	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 Ene	0,73	2,05	3,11	2,00	2,32	1,05	2,32	3,47	2,21
Feb	0,74	2,09	3,13	1,97	2,34	1,08	2,38	3,47	2,27
Mar	0,76	2,16	3,01	1,98	2,37	1,14	2,48	3,46	2,38
Abr	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
May	0,79	2,27	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
Jun	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
Jul	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,64	2,81
Sep	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,68	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,22	3,79	3,14

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 Dic	4,54	4,14	4,52	7,89	6,77	5,62	4,35	3,84	4,24
2006 Ene	4,62	4,14	4,50	7,99	6,78	5,60	4,42	3,88	4,26
Feb	4,59	4,17	4,54	7,97	6,78	5,68	4,49	3,95	4,31
Mar	4,60	4,15	4,52	8,06	6,80	5,73	4,53	3,98	4,31
Abr	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
May	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
Jun	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
Jul	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
Ago	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,81	4,27	4,62	8,31	6,81	5,86	4,93	4,40	4,53
Oct	4,89	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,35	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63

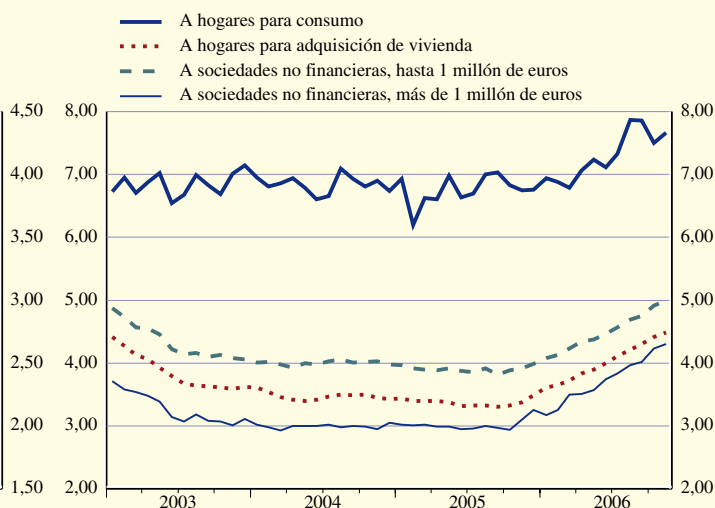
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2005 IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
II	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2006 Ene	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
Feb	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
Mar	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
Abr	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	5,07	0,11
May	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
Jun	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
Jul	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Ago	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56

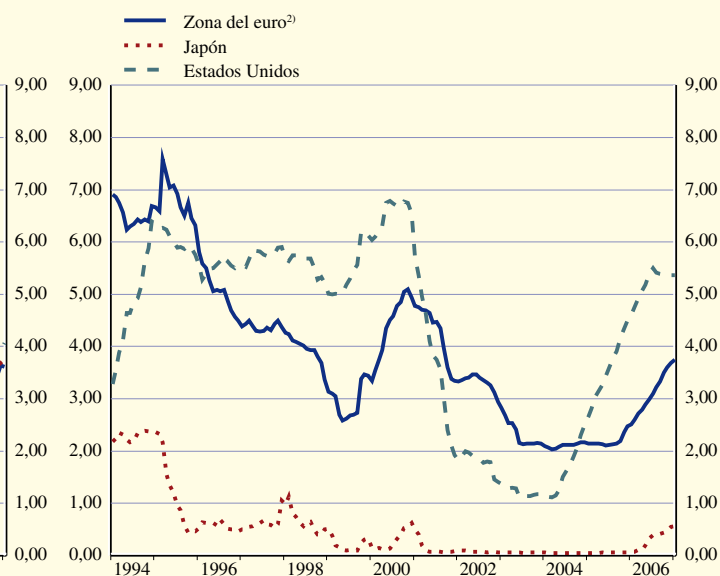
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

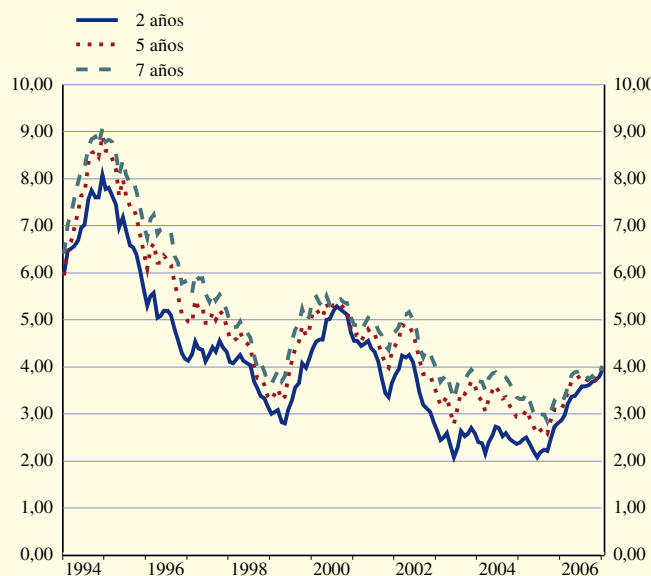
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2005 IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
II	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2006 Ene	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
Feb	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
Mar	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
Abr	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91
May	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
Jun	3,47	3,59	3,78	3,91	4,08	5,10	1,87
Jul	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Ago	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71

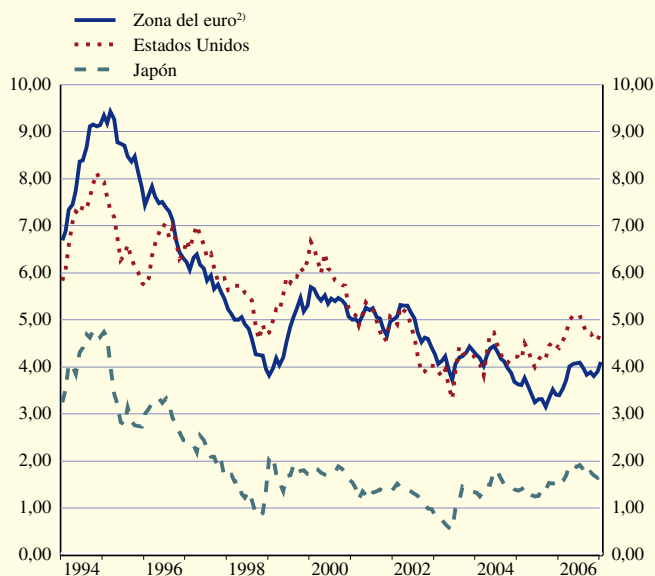
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos nominales de deuda pública a cada plazo.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

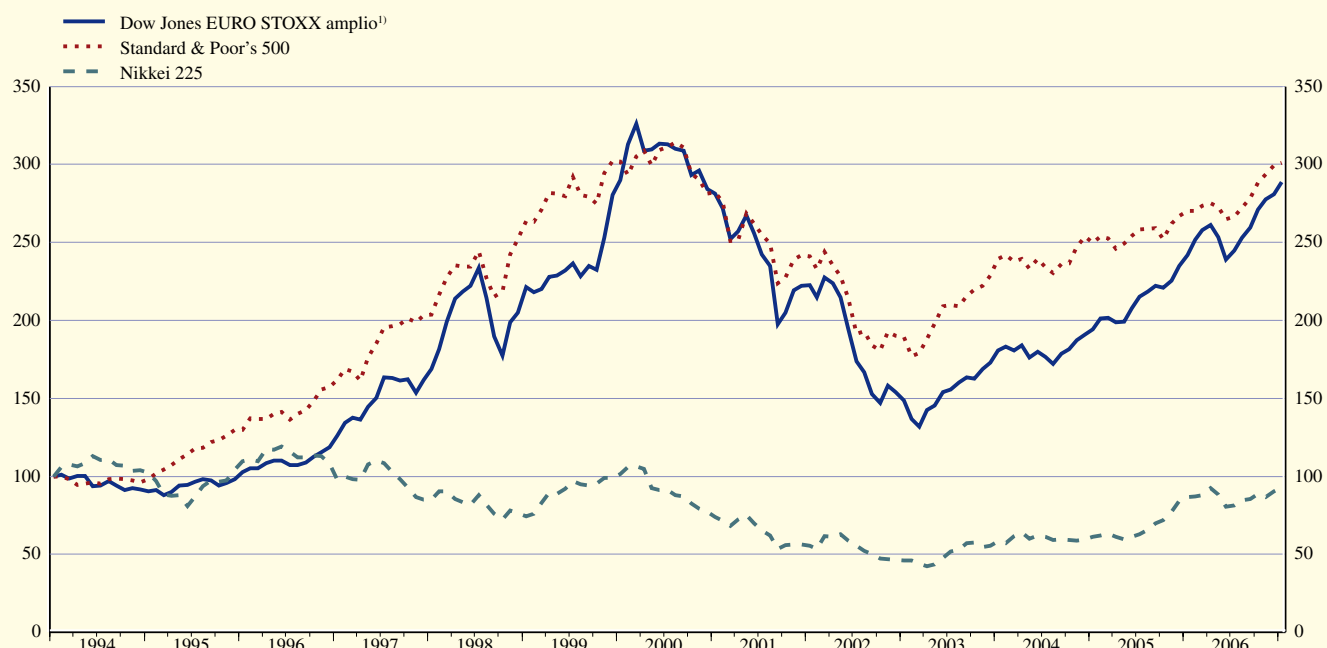
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2	
2005 IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0	
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8	
II	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0	
III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2	
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0	
2006 Ene	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4	
Feb	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6	
Mar	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2	
Abr	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0	
May	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7	
Jun	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3	
Jul	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2	
Ago	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8	
Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9	
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7	
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9	
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2	
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0	

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	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 ²⁾	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
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	-	-	-	-	-	-
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-
2005 IV	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,5
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,0	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
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,7	0,2	-4,2	0,5
2006 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	-0,2	0,0	-1,8	0,2
Nov	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,5	0,1
Dic	103,0	1,9	1,6	1,8	2,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2
2007 Ene ³⁾	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ²⁾	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
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2005 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
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2006 Jul	2,7	2,3	3,2	2,7	0,6	9,5	2,5	2,1	2,8	-3,5	2,5	2,3
Ago	2,9	2,2	3,9	2,4	0,6	8,1	2,5	2,1	2,6	-3,9	2,3	2,3
Sep	2,9	1,8	4,6	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,4	-3,4	2,3	2,4
Oct	3,0	2,3	4,2	0,5	0,8	-0,5	2,5	2,2	2,4	-2,7	2,4	2,4
Nov	3,0	2,2	4,4	1,1	0,8	2,1	2,5	2,1	2,3	-2,7	2,5	2,4
Dic	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En el año 2006.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
															Total
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	6,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,2	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,6	28,5	9,4	44,6
2006	115,7	5,1	3,4	2,9	4,9	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	.	.	19,7	24,8	52,9
2005 IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	2,9	7,3 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,3	1,0	1,5	1,4	1,5	18,9	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,7	5,8	3,9	2,7	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,5	6,8 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,8	5,4	3,7	3,6	6,4	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,5	4,1	2,8	3,5	6,3	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	.	.	3,9	23,0	47,3
2006 Ago	117,1	5,7	4,0	3,7	6,5	1,6	2,0	1,8	2,0	12,6	-	-	14,8	26,8	57,8
Sep	116,5	4,6	2,8	3,6	6,5	1,7	1,7	1,8	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	5,2	-	-	3,9	28,7	47,6
Nov	116,6	4,3	2,9	3,5	6,2	1,9	1,6	1,7	1,6	6,9	-	-	4,5	22,9	46,7
Dic	116,5	4,1	2,9	3,4	6,2	1,8	1,5	1,7	1,4	6,2	-	-	3,2	17,7	47,4
2007 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-9,6	15,6	42,2

3. Costes laborales por hora⁷⁾

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			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	1,2	1,0	3,2	1,8	3,1	3,4
2003	106,4	1,7	6,0	0,7	3,0	2,4	1,0	2,4
2004	107,5	1,1	-10,3	-0,4	2,7	-0,1	2,6	2,4
2005	108,5	0,9	6,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8
2005 III	108,2	0,6	6,3	-1,1	2,2	-0,4	2,1	1,8
IV	109,0	0,9	7,3	-2,2	3,0	0,0	2,3	2,7
2006 I	109,2	0,8	3,5	-1,9	3,3	-0,2	2,4	2,4
II	109,3	0,8	1,4	-2,4	1,9	0,0	1,6	3,2
III	109,1	0,8	1,1	-2,4	2,2	-0,4	2,5	2,5
	Remuneración por asalariado							
2002	105,2	2,6	2,2	2,0	3,2	2,4	2,6	3,1
2003	107,3	2,0	2,6	2,1	2,7	1,8	2,2	1,9
2004	109,6	2,1	2,1	2,6	2,6	1,3	2,1	2,3
2005	111,3	1,6	2,4	1,5	1,9	1,3	2,1	1,6
2005 III	111,3	1,5	1,8	1,7	2,1	1,3	1,9	1,3
IV	112,2	1,9	1,7	1,6	2,3	1,2	1,7	2,7
2006 I	112,9	2,1	0,7	2,6	3,3	1,9	1,6	1,9
II	113,6	2,3	0,7	2,4	3,3	2,2	1,0	3,0
III	113,6	2,0	1,5	2,3	3,2	1,5	1,4	2,3
	Productividad del trabajo ²⁾							
2002	100,5	0,2	1,0	1,0	0,0	0,6	-0,5	-0,3
2003	100,9	0,3	-3,2	1,5	-0,4	-0,5	1,2	-0,4
2004	101,9	1,0	13,8	2,9	-0,1	1,3	-0,4	-0,1
2005	102,6	0,7	-4,1	2,7	-1,6	1,1	0,1	-0,2
2005 III	102,9	0,9	-4,2	2,8	-0,1	1,7	-0,1	-0,4
IV	102,9	1,0	-5,3	3,9	-0,6	1,2	-0,5	0,1
2006 I	103,4	1,2	-2,8	4,6	0,0	2,1	-0,8	-0,5
II	104,0	1,5	-0,7	4,8	1,3	2,2	-0,6	-0,2
III	104,1	1,2	0,4	4,8	1,0	1,9	-1,1	-0,2

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
			Total	Consumo privado	Consumo público		
	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	2,4	1,1	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	1,9	3,7
IV	112,3	2,0	2,4	2,2	2,7	2,1	4,1
2006 I	112,4	1,7	2,7	2,3	1,9	2,6	5,4
II	113,0	1,8	2,7	2,2	2,5	2,9	5,3
III	113,6	1,8	2,1	2,0	1,5	3,0	3,7

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 1 de la sección 7.3.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2002	6.517,7	153,0	1.383,7	374,2	1.389,5	1.746,7	1.470,6	733,6
2003	6.703,7	152,2	1.385,3	390,2	1.423,5	1.824,5	1.528,0	757,1
2004	6.943,3	157,5	1.420,3	413,8	1.472,3	1.897,8	1.581,6	792,6
2005	7.160,8	144,7	1.458,6	435,1	1.517,8	1.973,6	1.631,1	833,9
2005 III	1.797,5	36,1	366,2	109,9	381,7	496,1	407,5	210,8
IV	1.815,1	36,6	368,0	112,5	382,6	500,9	414,5	214,8
2006 I	1.831,0	36,4	373,2	114,2	385,6	507,8	413,9	217,6
II	1.858,7	37,2	377,4	117,5	391,6	514,5	420,5	220,2
III	1.880,4	37,8	382,4	120,6	396,4	522,7	420,6	220,6
en porcentaje del valor añadido								
2005	100,0	2,0	20,4	6,1	21,2	27,6	22,8	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ¹⁾)								
tasas de variación intertrimestral								
2005 III	0,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,6	0,1	1,5
IV	0,4	0,5	0,5	1,0	0,5	0,2	0,2	0,5
2006 I	0,8	-2,5	1,4	-0,4	0,9	1,2	0,4	0,7
II	1,1	1,3	1,4	2,5	1,3	1,0	0,4	-0,1
III	0,6	0,2	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
tasas de variación interanual								
2002	0,9	-0,8	-0,3	0,0	1,2	1,5	1,7	0,2
2003	0,7	-5,7	0,0	0,5	0,1	1,8	1,3	1,5
2004	2,1	11,7	2,2	1,5	2,6	1,6	1,4	0,8
2005	1,4	-5,5	1,3	0,8	1,8	2,1	1,0	1,3
2005 III	1,5	-6,4	1,8	1,8	2,2	1,9	1,0	2,5
IV	1,7	-6,3	2,6	1,9	2,0	2,1	1,0	2,3
2006 I	2,1	-3,0	3,5	2,4	2,8	2,1	0,8	3,0
II	2,9	-0,2	4,2	3,6	3,4	3,0	1,2	2,7
III	2,9	-0,5	4,3	3,8	3,3	2,9	1,3	1,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2005 III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,1	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-
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	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	-
2004	2,1	0,3	0,5	0,1	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,3	0,0	0,4	0,6	0,2	-
2005 III	1,5	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,5	0,2	-
IV	1,7	-0,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006 I	2,1	-0,1	0,7	0,1	0,6	0,6	0,2	-
II	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,3	-
III	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción
		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	2,0	2,2	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,1	103,7	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,8	1,3	-0,1
2005 IV	1,9	105,0	2,2	2,4	2,3	2,4	3,2	1,2	1,9	1,1	1,9	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	1,6
II	3,0	107,3	4,1	4,2	4,5	5,7	5,3	2,4	3,8	2,2	0,8	3,7
III	4,1	108,1	3,9	4,3	4,1	5,6	5,1	1,8	5,1	1,2	1,6	4,5
2006 Jun	4,4	108,0	4,9	5,2	5,9	7,3	5,3	2,7	4,0	2,5	1,7	3,8
Jul	3,8	107,3	3,4	3,7	3,7	5,1	3,9	1,5	3,2	1,2	2,4	5,7
Ago	5,2	109,0	5,4	5,9	5,6	7,8	7,2	2,4	9,0	1,6	2,3	3,9
Sep	3,5	108,0	3,3	3,6	3,4	4,5	4,8	1,5	4,7	1,0	0,3	3,8
Oct	3,7	107,9	3,7	4,3	4,4	5,4	4,9	2,7	5,1	2,2	-1,6	4,9
Nov	3,3	108,1	2,4	3,4	3,1	3,2	5,1	2,2	4,9	1,7	-3,6	6,0
	tasa de variación intermensal (d.)											
2006 Jun	0,2	-	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,7	-0,5	-1,4	-0,3	3,1	-0,3
Jul	-0,2	-	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	0,8	1,5
Ago	1,3	-	1,6	2,0	1,9	2,8	2,0	1,3	4,3	0,8	-1,7	-2,0
Sep	-0,8	-	-1,0	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,7	-3,1	-0,3	-0,8	1,1
Oct	-0,2	-	0,0	0,1	0,2	0,6	-0,4	0,3	0,2	0,3	-2,5	-0,3
Nov	0,5	-	0,2	0,4	0,2	-0,2	1,1	0,1	1,0	-0,1	0,7	1,5

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
2004	105,4	7,4	106,2	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,9	4,6	110,7	3,7	2,2	106,6	1,3	0,7	1,7	2,3	1,2	936	1,6
2006	.	.	.	.	2,8	108,2	1,4	0,3	2,2	.	.	955	1,9
2006 I	117,5	12,0	115,5	9,0	2,2	107,3	0,8	0,3	1,2	1,6	2,3	947	2,0
II	118,6	7,9	118,2	6,4	3,0	107,9	1,6	0,7	2,3	2,7	3,5	958	2,4
III	122,8	10,2	119,7	6,4	3,2	108,6	1,8	0,9	2,5	3,1	4,4	939	-1,9
IV	.	.	.	.	2,7	108,9	1,5	-0,6	2,8	.	.	975	5,1
2006 Jul	120,3	9,7	118,8	7,2	3,6	108,4	1,9	2,1	1,7	2,0	2,7	920	-4,7
Ago	124,9	14,4	120,7	9,2	3,6	109,1	2,2	-0,1	3,9	7,3	5,8	940	-1,2
Sep	123,2	7,5	119,7	3,6	2,5	108,2	1,2	0,6	1,9	0,5	4,9	957	0,7
Oct	122,7	12,9	119,6	10,9	1,9	108,4	0,8	-1,5	2,2	1,6	4,5	947	-0,2
Nov	124,4	6,3	122,3	8,0	2,7	108,9	1,4	-0,5	2,8	3,2	5,8	972	4,5
Dic	.	.	.	.	3,5	109,3	2,1	0,1	3,3	.	.	1.007	12,5
	tasa de variación intermensual (d.)												
2006 Jul	-	2,0	-	0,6	0,6	-	0,4	0,6	0,2	0,3	0,2	-	-3,2
Ago	-	3,8	-	1,6	0,6	-	0,6	-1,0	1,7	3,6	2,7	-	2,1
Sep	-	-1,3	-	-0,9	-0,7	-	-0,8	0,1	-1,3	-4,2	-0,7	-	1,9
Oct	-	-0,4	-	0,0	0,1	-	0,1	-0,3	0,4	1,1	0,1	-	-1,1
Nov	-	1,4	-	2,2	0,7	-	0,5	0,2	0,7	1,5	0,8	-	2,6
Dic	-	.	-	.	0,5	-	0,3	0,3	0,3	.	.	-	3,6

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
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2005 IV	100,1	-6	-15	10	7	81,5	-13	-4	-15	22	-10
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2006 Ago	107,4	3	3	5	10	-	-9	-4	-10	11	-10
Sep	108,9	4	4	4	13	-	-8	-3	-9	12	-7
Oct	110,0	5	5	4	14	83,9	-8	-3	-8	11	-9
Nov	109,9	6	6	4	16	-	-7	-3	-7	10	-9
Dic	109,8	6	8	3	14	-	-6	-3	-5	9	-9
2007 Ene	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2005 IV	-3	-8	2	-5	-9	15	10	14	10	13	19
2006 I	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2006 Ago	2	-4	8	3	6	13	16	19	13	20	25
Sep	4	0	9	3	8	12	15	18	12	19	24
Oct	3	-2	7	4	9	13	14	21	14	23	26
Nov	3	-4	10	3	10	13	12	19	12	19	26
Dic	2	-2	7	0	5	13	8	19	12	20	25
2007 Ene	1	-8	10	-1	1	16	11	20	16	20	23

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,7	7,5	25,0	15,0	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	134,862	0,7	0,8	0,3	-1,8	-1,2	-0,1	0,6	2,0	2,0
2003	135,465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,8
2004	136,427	0,7	0,7	0,8	-1,7	-1,4	1,5	0,9	1,9	1,5
2005	137,480	0,8	0,9	-0,1	-1,7	-1,2	2,5	0,8	2,1	1,2
2005 III	137,538	0,7	0,9	-0,7	-2,3	-0,9	1,7	0,4	2,1	1,3
IV	138,033	0,7	1,0	-0,8	-1,1	-1,2	2,4	0,6	2,6	0,8
2006 I	138,477	1,0	1,1	0,4	-0,4	-1,0	2,4	0,7	2,9	1,3
II	139,076	1,3	1,3	1,3	0,4	-0,6	2,3	1,2	3,7	1,3
III	139,593	1,4	1,5	1,1	-1,1	-0,5	2,9	1,3	4,0	1,4
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2005 III	0,316	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,7	0,3
IV	0,495	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,5	1,1	0,1
2006 I	0,444	0,3	0,2	0,7	-0,5	-0,2	0,5	0,3	0,6	0,6
II	0,599	0,4	0,4	0,7	0,7	0,0	0,6	0,4	1,1	0,3
III	0,517	0,4	0,5	-0,1	-1,3	-0,1	0,7	0,3	1,1	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,5		47,8		52,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,457	8,7	9,286	7,4	3,171	17,8	5,945	7,3	6,511	10,4
2004	12,812	8,8	9,611	7,5	3,201	18,2	6,158	7,5	6,654	10,5
2005	12,591	8,6	9,519	7,4	3,073	17,7	6,105	7,4	6,487	10,1
2006	11,516	7,8	8,702	6,7	2,816	16,5	5,506	6,7	6,010	9,2
2005 IV	12,322	8,4	9,315	7,2	3,007	17,4	5,911	7,2	6,411	9,9
2006 I	12,065	8,2	9,082	7,0	2,983	17,3	5,749	7,0	6,316	9,7
II	11,563	7,8	8,767	6,7	2,797	16,4	5,592	6,8	5,971	9,2
III	11,381	7,7	8,579	6,6	2,802	16,4	5,432	6,6	5,949	9,1
IV	11,183	7,6	8,451	6,5	2,731	16,1	5,270	6,4	5,913	9,1
2006 Jul	11,404	7,7	8,616	6,6	2,788	16,4	5,477	6,6	5,928	9,1
Ago	11,418	7,7	8,598	6,6	2,821	16,5	5,454	6,6	5,964	9,2
Sep	11,321	7,7	8,522	6,5	2,799	16,4	5,365	6,5	5,956	9,1
Oct	11,282	7,6	8,507	6,5	2,775	16,3	5,306	6,4	5,976	9,2
Nov	11,168	7,6	8,443	6,5	2,725	16,0	5,259	6,4	5,909	9,1
Dic	11,098	7,5	8,405	6,4	2,694	15,9	5,246	6,3	5,852	9,0

Fuentes: Eurostat.

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

2) Ocupados en el año 2005; parados en el año 2006.

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

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos			Impuest. indirectos		Cotizaciones sociales	EmpleadosAsalariados		Ventas	Impuest. sobre el capital			
		Hogares	Empresas	Recibidos por inst. de la UE										
	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
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,8	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,7	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,5
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3

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

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

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

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	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	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	103,3	60,3	32,2	110,7	52,5	58,2	105,6	6,5	50,5	65,8	55,5	29,1	41,3
2003	98,6	63,9	31,1	107,8	48,7	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	57,0	28,5	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,4	103,9	6,6	52,6	63,8	58,6	28,7	44,3
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,1	66,6	106,6	6,0	52,7	63,4	64,0	28,0	41,3

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

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

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			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 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	41,8
III	42,8	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,3	48,3	13,1	14,3	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,5	41,0	9,6	12,8	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
II	45,1	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
III	42,7	42,2	10,7	12,6	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,5	48,5	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,2
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	42,8	42,4	10,4	13,3	15,4	1,6	0,8	0,5	0,3	39,3
II	46,0	45,6	12,7	13,7	15,3	2,0	1,1	0,4	0,3	42,0
III	43,4	42,9	11,5	12,7	15,3	1,9	0,7	0,4	0,3	39,8

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 III	43,0	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	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,8	1,3
2004 I	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,9
II	46,8	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,5
III	46,1	42,7	10,0	4,6	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-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	-4,5	-1,4
II	46,5	43,1	10,3	5,0	3,1	24,8	21,6	1,1	3,4	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,2	42,4	9,9	4,7	3,0	24,8	21,5	1,2	3,8	2,4	1,3	-2,8	0,2
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	45,8	42,7	10,1	4,6	3,0	24,9	21,3	1,1	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,1
II	46,0	42,7	10,3	5,0	3,0	24,4	21,4	1,0	3,3	2,4	1,0	0,0	3,0
III	46,3	42,0	9,8	4,7	3,0	24,5	21,2	1,1	4,3	2,5	1,8	-2,9	0,1

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⁾

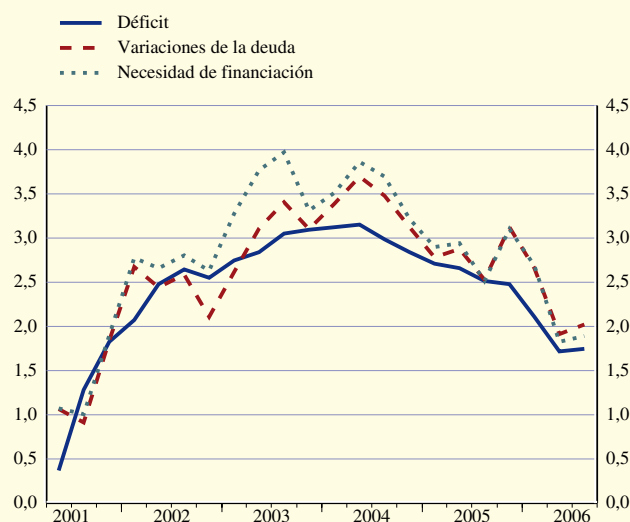
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 IV	69,3	2,1	12,3	5,0	49,9
2004 I	70,8	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,4	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,3	2,3	12,1	5,6	51,4
IV	69,8	2,2	11,9	5,1	50,7
2005 I	71,1	2,2	11,9	5,3	51,7
II	72,0	2,4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

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 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	3,9	4,1	3,4	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,2	5,5
III	2,0	-3,4	-1,4	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,2	-0,3	-0,1	2,3
IV	-3,1	-1,3	-4,5	-3,4	-2,6	0,1	-0,2	-0,7	0,0	-1,0	-3,1
2005 I	7,0	-4,5	2,4	2,5	1,4	0,2	0,4	0,4	-0,2	0,2	7,2
II	5,8	-1,5	4,4	3,6	2,7	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	5,6
III	0,7	-2,8	-2,2	-2,6	-2,5	-0,2	0,3	-0,3	0,0	0,4	0,6
IV	-0,7	-1,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,0	-1,3	-0,7
2006 I	5,0	-3,0	2,0	1,5	1,1	0,1	0,6	-0,3	-0,4	0,8	5,3
II	2,8	0,0	2,8	3,1	2,4	0,1	0,3	0,2	0,6	-0,9	2,1
III	1,2	-2,9	-1,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,1	-0,2	0,2	-1,1	0,9

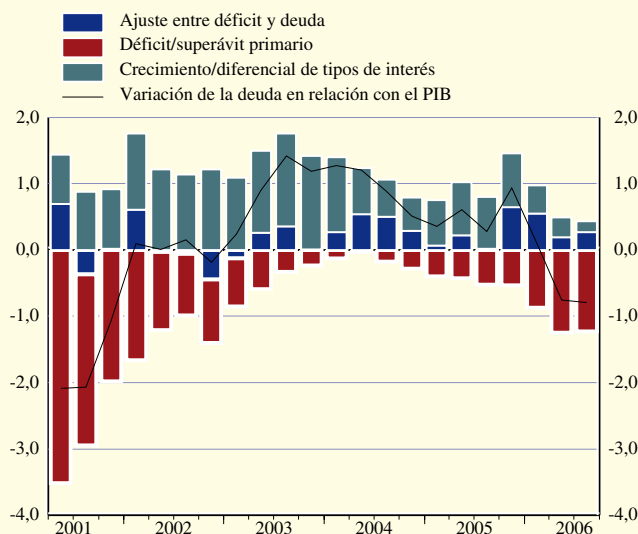
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

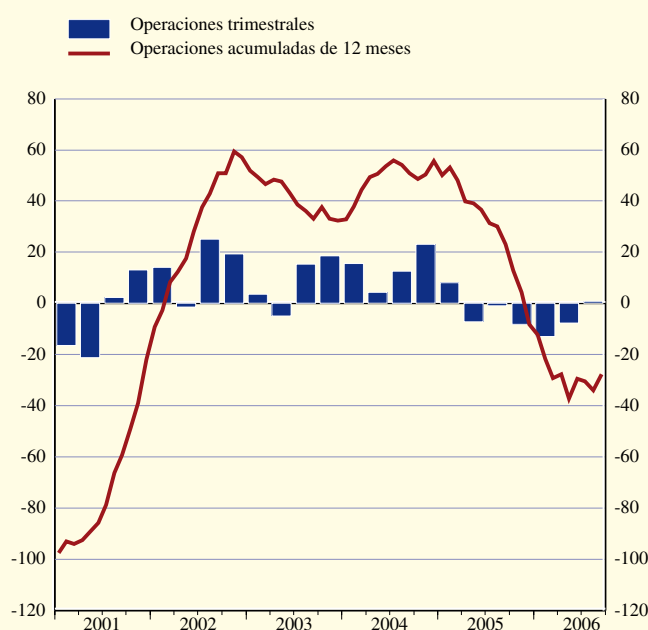
(mm de euros; operaciones netas)

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	-22,4	-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	-10,5	6,4	11,9	-13,1	-15,7	1,3	-9,2	48,5	-16,4	96,3	-2,8	-27,2	-1,4	-39,3
III	-4,5	8,0	10,7	-0,4	-22,8	1,9	-2,6	52,1	-41,3	28,4	7,7	60,6	-3,2	-49,5
2005 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	-7,3	0,7	3,1	-4,9	-6,2	0,3	-7,0	17,4	1,8	-7,4	-6,5	30,6	-1,1	-10,4
May	-11,5	0,5	3,9	-10,4	-5,4	0,3	-11,2	31,9	-3,4	40,2	1,8	-5,1	-1,7	-20,7
Jun	8,3	5,2	4,9	2,3	-4,1	0,7	9,0	-0,8	-14,8	63,5	1,8	-52,7	1,4	-8,2
Jul	0,3	4,6	5,0	-1,5	-7,8	0,7	1,0	6,2	-9,5	-0,1	3,3	13,8	-1,3	-7,2
Ago	-6,3	-2,3	1,3	1,5	-6,8	1,0	-5,3	1,6	-4,7	-15,8	-2,5	25,5	-0,8	3,7
Sep	1,5	5,7	4,5	-0,4	-8,2	0,2	1,7	44,3	-27,1	44,2	6,9	21,4	-1,1	-46,0
Oct	1,5	5,8	3,9	-0,4	-7,7	0,4	2,0	-4,3	-15,3	22,5	6,9	-18,4	0,1	2,3
Nov	1,7	6,0	1,3	1,8	-7,4	1,0	2,7	-17,7	-11,6	45,1	-4,3	-46,0	-0,8	15,1
operaciones acumuladas de 12 meses														
2006 Nov	-25,5	25,1	36,1	-11,2	-75,5	9,8	-15,8	113,3	-133,4	214,1	-5,0	29,7	8,0	-97,5

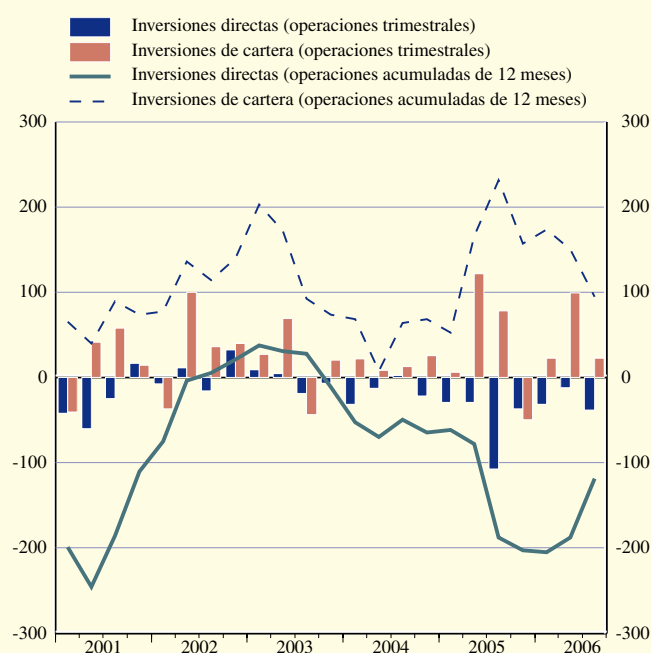
C30 Cuenta corriente

(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

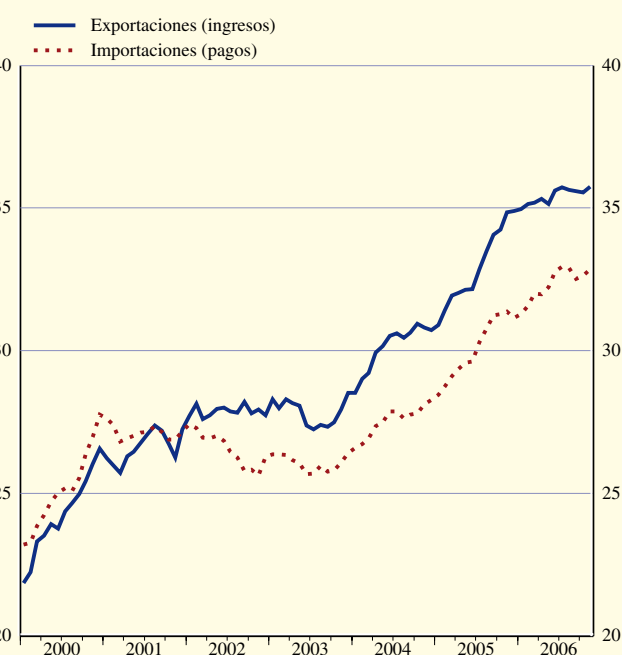
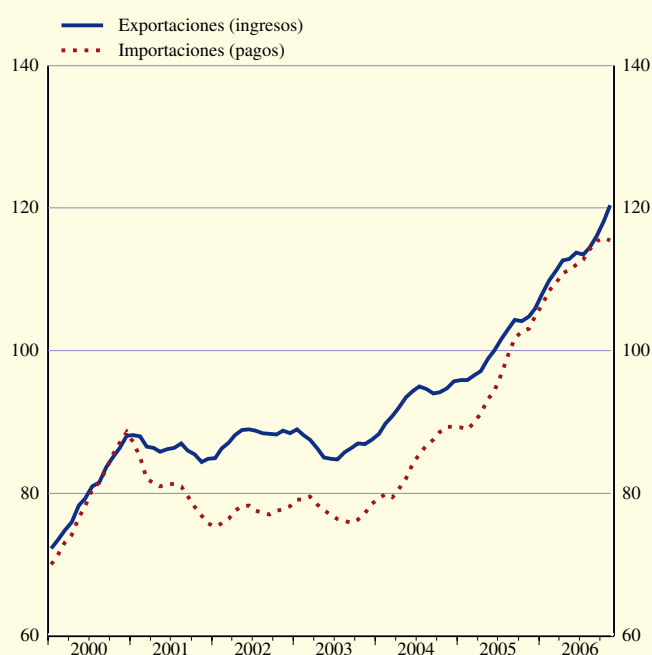
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	1.696,5	1.664,1	32,4	1.036,8	931,9	334,2	312,2	242,7	280,9	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	579,9	590,4	-10,5	342,2	335,8	106,9	95,0	113,4	126,5	17,3	33,0	4,4	3,2
III	571,5	576,0	-4,5	341,0	333,0	114,4	103,7	100,7	101,1	15,4	38,2	4,4	2,5
2006 Sep	198,6	197,1	1,5	121,0	115,3	37,4	32,9	35,4	35,8	4,9	13,1	0,9	0,8
Oct	204,0	202,4	1,5	127,9	122,1	37,4	33,5	33,8	34,2	4,9	12,6	1,3	0,8
Nov	206,3	204,7	1,7	129,5	123,6	34,1	32,8	37,4	35,6	5,3	12,7	1,8	0,8
Datos desestacionalizados													
2005 III	524,4	531,7	-7,3	313,1	305,1	102,2	93,7	88,0	94,4	21,1	38,4	.	.
IV	535,7	549,6	-14,0	317,8	314,6	104,7	93,4	92,5	101,6	20,8	40,0	.	.
2006 I	559,4	565,9	-6,5	333,4	328,4	105,6	96,0	92,7	98,2	27,7	43,3	.	.
II	575,4	580,0	-4,6	341,2	336,2	106,9	98,3	106,2	109,5	21,2	36,0	.	.
III	582,2	592,2	-10,0	348,4	346,2	106,8	97,6	106,5	107,7	20,5	40,7	.	.
2006 Mar	186,1	191,4	-5,3	112,3	110,1	34,6	31,8	32,8	36,5	6,4	13,0	.	.
Abr	185,5	185,5	0,0	113,5	111,9	35,1	31,8	30,4	29,0	6,4	12,9	.	.
May	194,6	201,8	-7,2	112,8	112,1	35,8	33,1	38,9	44,5	7,2	12,2	.	.
Jun	195,3	192,7	2,7	114,9	112,2	36,0	33,4	36,9	36,1	7,6	11,0	.	.
Jul	190,2	194,3	-4,1	113,0	114,1	35,4	32,4	35,6	34,4	6,2	13,5	.	.
Ago	191,4	199,7	-8,3	115,5	116,3	35,5	32,9	32,8	36,8	7,6	13,7	.	.
Sep	200,6	198,3	2,3	119,8	115,9	35,9	32,3	38,1	36,5	6,7	13,6	.	.
Oct	197,7	195,9	1,8	119,0	115,3	35,3	32,7	35,9	32,6	7,5	15,4	.	.
Nov	196,9	198,9	-2,0	122,3	115,3	36,0	33,6	33,8	36,3	4,8	13,7	.	.

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 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	4,0	2,5	109,4	124,0	36,4	18,9	4,5	4,2	13,2	42,9	24,7	21,9	30,8	36,1
III	4,0	3,0	96,7	98,1	24,6	15,2	4,4	4,1	8,4	21,4	26,3	19,1	32,9	38,2

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	-109,2	-88,2	-6,2	-82,0	-21,0	-1,1	-20,0	92,8	79,5	0,5	78,9	13,4	1,0	12,4
III	-69,0	-60,3	-10,4	-50,0	-8,7	-0,1	-8,6	27,7	25,3	1,2	24,1	2,4	-0,3	2,7
2005 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	-82,9	-59,1	-1,8	-57,3	-23,8	-0,5	-23,3	84,7	70,9	0,0	70,8	13,9	0,2	13,6
May	-14,3	-19,0	-3,2	-15,8	4,7	-0,3	5,0	10,9	8,7	0,4	8,3	2,2	0,4	1,8
Jun	-12,0	-10,1	-1,2	-8,9	-1,9	-0,2	-1,7	-2,8	-0,1	0,1	-0,2	-2,7	0,4	-3,1
Jul	-16,4	-13,3	-1,5	-11,8	-3,2	0,0	-3,2	6,9	5,4	0,4	5,1	1,5	-0,1	1,6
Ago	-4,8	-7,9	-3,6	-4,3	3,1	-0,1	3,2	0,1	5,7	0,4	5,3	-5,6	-0,1	-5,5
Sep	-47,8	-39,2	-5,3	-33,9	-8,6	0,0	-8,6	20,7	14,1	0,4	13,7	6,6	-0,1	6,6
Oct	-20,1	-12,8	-5,7	-7,1	-7,3	0,1	-7,4	4,8	-1,3	1,2	-2,5	6,1	1,4	4,7
Nov	-11,7	-14,3	-1,7	-12,6	2,6	-0,2	2,8	0,0	-4,2	0,2	-4,4	4,2	-1,9	6,1

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			
												AAPP	AAPP		AAPP
1	2	3	4		5	6	7	8		9	10	11	12		13
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	7,4	-2,6	35,7	1,0	-23,4	-27,0	0,1	113,8	-3,2	-7,4	-0,9	-3,2	-11,3
III	0,0	-5,3	-25,7	-0,8	67,8	-0,4	-51,8	-15,6	-0,2	75,9	1,9	-25,6	0,7	3,1	6,5
2005 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	-	-10,0	0,2	-6,1	-11,4	-	25,8	-1,1	-7,0	0,6	-	3,9
May	0,0	3,5	12,1	-	-11,7	0,1	-11,0	-12,1	-	63,6	-1,6	-2,0	-2,1	-	1,6
Jun	0,0	4,6	1,1	-	57,5	0,6	-6,3	-3,4	-	24,4	-0,4	1,6	0,6	-	-16,8
Jul	0,0	2,4	-12,3	-	43,1	0,2	-13,1	-2,1	-	3,8	0,4	-18,2	-0,9	-	-3,3
Ago	0,0	-4,6	-7,8	-	-4,1	0,0	-9,0	-9,1	-	12,8	1,0	0,2	1,2	-	3,5
Sep	0,0	-3,1	-5,5	-	28,7	-0,6	-29,7	-4,4	-	59,3	0,5	-7,7	0,4	-	6,3
Oct	0,0	-5,4	-1,3	-	16,7	-1,8	-16,2	-19,0	-	45,6	0,4	-5,0	-0,5	-	8,9
Nov	0,0	-1,3	-6,7	-	29,0	-0,6	-27,6	-6,6	-	51,4	0,3	-8,7	4,9	-	10,9

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
							Total		A largo plazo		A corto plazo					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-252,2	176,0	-0,8	10,6	-0,2	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-98,5	-	34,0
2004	-314,4	283,5	-0,2	7,7	-1,5	-2,0	-3,6	-261,7	244,9	4,4	-17,4	-266,2	262,3	-50,9	-10,4	34,4
2005	-569,6	645,1	-0,6	6,7	5,2	-2,4	-2,4	-397,7	479,4	-98,6	51,7	-299,1	427,7	-176,5	-6,6	161,5
2005 III	-106,2	156,9	0,9	5,0	7,7	4,7	1,2	-86,7	123,1	-20,9	14,7	-65,8	108,4	-28,0	-16,0	27,6
IV	-129,0	170,5	-0,8	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-88,4	120,0	-38,0	5,3	-50,4	114,8	-37,8	13,5	53,5
2006 I	-218,3	295,1	-3,4	6,6	7,6	3,8	-3,6	-136,4	222,2	-13,3	12,8	-123,2	209,4	-86,1	-8,4	69,8
II	-106,1	78,9	0,8	2,3	-11,2	-12,1	0,3	-57,6	10,5	-15,5	21,7	-42,2	-11,2	-38,1	13,0	65,8
III	-154,1	214,7	0,2	4,9	12,4	8,5	6,5	-119,4	160,7	-32,7	21,2	-86,8	139,6	-47,3	7,9	42,6
2005 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	-83,1	113,7	0,2	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,5	82,4	0,0	10,1	-64,4	72,4	-14,3	4,9	28,4
May	-73,2	68,1	0,0	4,6	-4,4	-4,7	-4,8	-45,1	40,6	-3,4	2,5	-41,7	38,1	-23,7	-4,8	27,7
Jun	50,2	-102,9	0,6	-0,9	-2,3	-2,6	0,8	52,0	-112,6	-12,0	9,1	64,0	-121,7	-0,1	12,9	9,8
Jul	-59,2	73,0	1,5	1,0	7,2	7,1	1,8	-48,2	64,8	-10,4	8,5	-37,8	56,2	-19,7	6,7	5,4
Ago	1,6	23,8	-1,8	1,3	0,6	0,0	-0,5	7,3	18,5	-7,2	6,7	14,6	11,8	-4,5	-1,5	4,5
Sep	-96,5	117,9	0,5	2,6	4,6	1,5	5,1	-78,5	77,5	-15,0	5,9	-63,5	71,5	-23,1	2,7	32,7
Oct	-109,8	91,4	-0,3	-0,9	-2,2	-3,8	-2,2	-84,3	67,7	-47,9	-2,2	-36,5	69,9	-22,9	2,2	26,7
Nov	-155,3	109,3	0,6	3,2	-3,9	-4,4	1,6	-116,0	73,9	-14,3	12,0	-101,6	61,9	-36,0	-7,6	30,7

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
III	0,2	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,8	8,5	0,1	0,0	6,3	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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 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	16,0	-5,5	-3,5	-37,0	-50,0	13,0	2,4	3,9	66,8	-4,9
III	-118,6	-0,9	159,1	1,6	2,4	-45,9	-53,8	7,9	-3,8	3,3	36,5	2,9

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 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
III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-3,9	1,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

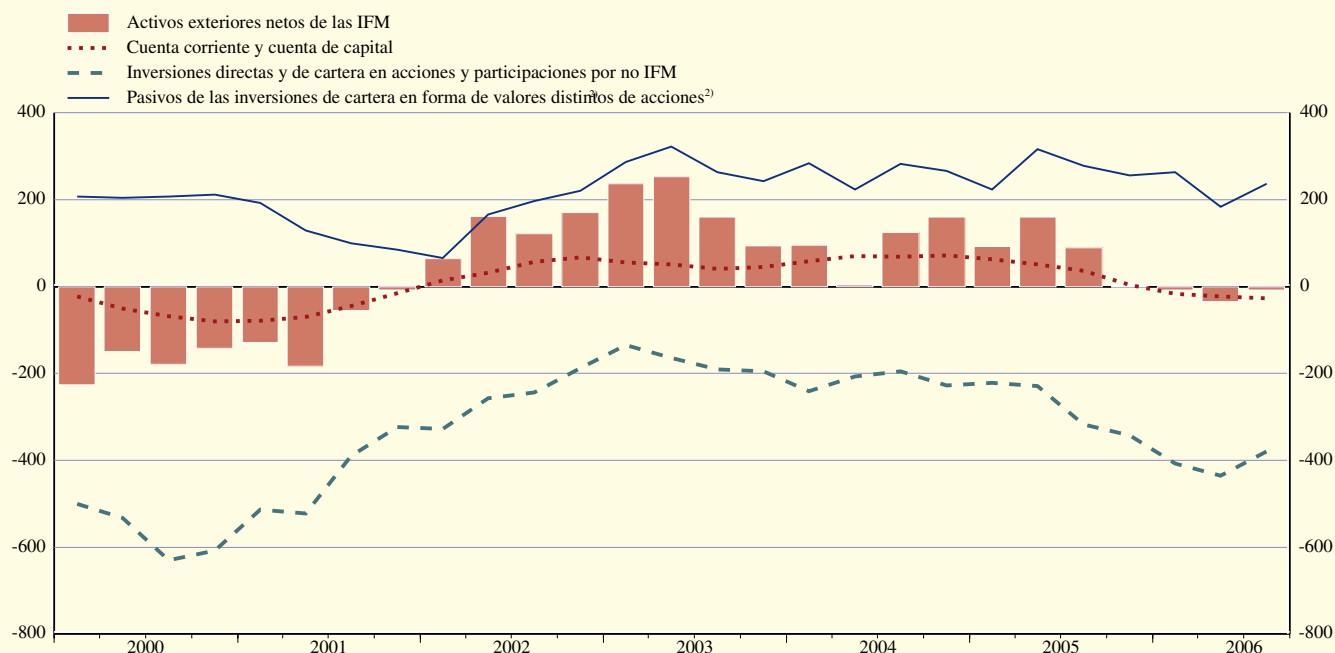
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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	-0,6
2005 III	1,7	-128,3	26,1	-65,1	153,0	20,1	-20,4	28,8	-0,4	-25,2	-9,7	-7,5
IV	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-33,3
2006 I	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-54,9	-50,8	-37,7
II	-9,2	-101,9	91,8	-20,4	29,2	98,2	-49,3	66,1	-2,8	-39,3	62,4	43,6
III	-2,6	-58,6	28,0	-40,5	34,5	73,0	-34,9	49,1	7,7	-49,5	6,1	19,2
2005 Nov	-0,2	-10,3	4,0	-36,1	11,3	-5,5	-33,5	22,2	1,9	-2,2	-48,2	-42,9
Dic	2,3	-39,5	23,6	-21,5	41,6	-20,6	0,4	21,5	-4,0	28,8	32,5	18,4
2006 Ene	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,6	-23,9	-11,9
Feb	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,3	-26,6
Mar	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	0,9
Abr	-7,0	-80,6	84,5	-16,6	-14,1	20,1	-18,8	32,7	-6,5	-10,4	-16,7	-15,9
May	-11,2	-10,8	10,5	-2,1	-12,2	61,0	-28,1	22,9	1,8	-20,7	11,2	6,9
Jun	9,0	-10,6	-3,1	-1,7	55,5	17,1	-2,4	10,6	1,8	-8,2	68,0	52,6
Jul	1,0	-15,0	7,1	-15,3	24,9	4,0	-12,5	7,2	3,3	-7,2	-2,5	21,1
Ago	-5,3	-1,1	0,2	-15,7	1,1	8,9	-3,9	4,0	-2,5	3,7	-10,7	-18,9
Sep	1,7	-42,5	20,7	-9,5	8,5	60,1	-18,5	37,8	6,9	-46,0	19,3	17,0
Oct	2,0	-14,5	3,4	-20,8	6,2	31,8	-25,1	24,5	6,9	2,3	16,7	18,6
Nov	2,7	-9,8	1,9	-8,4	33,4	63,3	-39,9	32,2	-4,3	15,1	86,1	75,9
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2006 Nov	-15,8	-273,4	168,1	-236,1	260,9	319,5	-227,3	259,7	-5,0	-97,5	153,0	138,1

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

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

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
IV 2005 a III 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.248,7	821,2	46,3	71,5	432,9	211,7	58,8	29,9	55,2	147,2	379,1	816,1
Bienes	1.340,8	467,0	30,9	47,7	220,0	168,2	0,1	17,6	34,1	74,7	198,9	548,4
Servicios	423,9	149,3	8,3	11,5	102,7	21,6	5,3	6,2	11,8	41,2	78,6	136,8
Renta	399,1	144,1	6,5	11,6	100,1	19,7	6,1	5,7	8,5	25,0	94,9	120,9
de la cual: rentas de la inversión	383,1	138,7	6,4	11,5	98,3	19,5	2,9	5,7	8,4	18,8	93,5	118,0
Tranferencias corrientes	84,9	60,9	0,5	0,7	10,1	2,3	47,3	0,4	0,8	6,3	6,6	9,9
Cuenta de capital	23,0	19,3	0,0	0,1	0,8	0,2	18,2	0,0	0,0	0,4	0,6	2,7
Pagos												
Cuenta corriente	2.284,7	732,0	38,7	68,3	364,4	166,7	93,9	21,6	84,8	138,9	336,7	970,7
Bienes	1.325,3	375,4	26,8	44,3	170,2	134,2	0,0	10,6	52,8	67,3	128,5	690,7
Servicios	385,5	121,7	7,0	9,0	81,1	24,4	0,1	5,2	7,5	30,7	87,0	133,5
Renta	417,7	136,4	4,4	14,3	104,5	6,7	6,5	4,5	24,0	35,6	114,0	103,1
de la cual: rentas de la inversión	407,7	131,2	4,4	14,2	103,4	2,8	6,5	4,4	23,9	35,1	113,2	99,8
Tranferencias corrientes	156,2	98,6	0,5	0,8	8,6	1,4	87,3	1,3	0,4	5,3	7,2	43,4
Cuenta de capital	13,3	1,8	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,2	9,6
Neto												
Cuenta corriente	-36,0	89,2	7,6	3,2	68,6	45,0	-35,1	8,4	-29,6	8,2	42,4	-154,6
Bienes	15,4	91,6	4,1	3,5	49,8	34,1	0,1	7,1	-18,7	7,4	70,4	-142,3
Servicios	38,4	27,6	1,3	2,5	21,6	-2,9	5,2	1,1	4,3	10,5	-8,3	3,3
Renta	-18,6	7,6	2,1	-2,6	-4,4	12,9	-0,5	1,2	-15,5	-10,7	-19,1	17,9
de la cual: rentas de la inversión	-24,6	7,5	2,1	-2,6	-5,0	16,7	-3,7	1,3	-15,5	-16,3	-19,7	18,2
Tranferencias corrientes	-71,3	-37,6	0,0	-0,1	1,5	0,9	-39,9	-1,0	0,4	1,0	-0,6	-33,5
Cuenta de capital	9,7	17,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	18,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-6,9

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						
IV 2005 a III 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-125,8	-79,2	-2,2	14,8	-69,3	-22,5	0,0	-0,7	1,3	-5,0	-3,8	4,7	-43,1
En el exterior	-301,5	-165,2	-0,5	2,7	-144,6	-22,7	0,0	-6,0	-3,4	-10,1	-38,0	-28,3	-50,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-248,6	-155,6	-0,9	-0,5	-132,4	-21,8	0,0	-1,9	-2,0	-6,8	-9,8	-23,3	-49,1
Otro capital	-53,0	-9,5	0,4	3,2	-12,2	-0,9	0,0	-4,1	-1,4	-3,3	-28,2	-5,0	-1,5
En la zona del euro	175,7	86,0	-1,7	12,1	75,3	0,2	0,0	5,3	4,7	5,1	34,2	33,1	7,5
Acc. y particip/ beneficios reinv.	146,3	71,0	-2,4	11,7	60,8	0,8	0,0	3,9	4,0	10,2	8,9	42,5	5,8
Otro capital	29,4	15,0	0,8	0,4	14,4	-0,6	0,0	1,4	0,7	-5,1	25,3	-9,5	1,6

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							
IV 2005 a III 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-466,4	-131,7	-0,7	-5,3	-121,3	-5,8	1,5	-7,3	-30,7	-4,2	-129,9	-93,9	-68,7
Acciones y participaciones	-167,7	-19,3	0,6	-3,3	-18,2	1,6	0,0	-1,5	-22,4	-2,6	-60,5	-33,1	-28,2
Valores distintos de acciones	-298,7	-112,5	-1,4	-2,1	-103,1	-7,4	1,5	-5,8	-8,3	-1,6	-69,4	-60,8	-40,4
Bonos y obligaciones	-258,2	-96,4	-1,8	-1,9	-84,4	-9,9	1,5	-4,3	-7,8	1,0	-61,8	-47,8	-41,1
Inst. del mercado monetario	-40,5	-16,0	0,5	-0,2	-18,7	2,5	0,0	-1,5	-0,6	-2,5	-7,6	-12,9	0,7

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								
IV 2005 a III 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	151,7	52,6	-1,1	6,9	45,8	-10,5	11,5	-0,8	34,2	-12,7	15,1	52,5	15,6	-4,7
Activos	-607,5	-401,0	-21,0	-1,8	-352,5	-25,5	-0,2	-2,1	20,2	-45,1	-22,6	-72,0	-0,9	-84,0
AAPP	6,8	-2,7	-0,1	-0,6	-1,7	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,4	10,3
IFM	-405,1	-234,2	-20,3	-0,1	-190,5	-23,6	0,3	-1,6	19,8	-38,4	-27,0	-47,3	0,6	-77,0
Otros sectores	-209,2	-164,1	-0,5	-1,1	-160,2	-2,1	-0,1	-0,6	0,4	-6,7	3,8	-24,7	-0,1	-17,3
Pasivos	759,2	453,6	19,9	8,7	398,3	15,0	11,7	1,3	14,0	32,4	37,8	124,5	16,5	79,3
AAPP	1,1	-1,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	-1,0	0,0	-0,2	1,9	-0,7	0,0	2,9	-1,4
IFM	526,4	256,9	19,5	8,0	216,0	12,5	0,9	1,3	11,7	27,5	6,6	123,4	13,6	85,4
Otros sectores	231,7	198,1	0,4	0,7	182,7	2,5	11,8	0,0	2,5	2,9	31,9	1,0	0,0	-4,7

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 II	-860,2	-10,3	355,5	-1.235,8	-2,1	-301,7	323,8
III	-965,2	-11,5	397,6	-1.293,6	-15,5	-378,8	325,1
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 II	11.355,4	135,9	2.847,5	3.977,1	268,2	3.938,8	323,8
III	11.860,0	141,9	2.928,8	4.207,1	300,0	4.099,1	325,1
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 II	12.215,6	146,1	2.492,0	5.212,9	270,3	4.240,5	-
III	12.825,2	153,4	2.531,1	5.500,7	315,4	4.477,9	-

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 II	2.300,2	165,2	2.135,0	547,3	7,2	540,0	1.881,5	44,5	1.837,0	610,5	10,1	600,4
III	2.380,3	177,2	2.203,0	548,5	6,9	541,5	1.924,2	46,3	1.877,9	606,9	10,0	596,9

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		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 II	2,8	105,0	29,6	1.627,9	2.567,9	5,7	732,5	10,7	1.141,0	2.331,6	3,3	253,9	7,3	57,6	313,4		
III	2,9	113,4	31,5	1.725,7	2.769,3	6,1	789,0	10,9	1.179,1	2.413,3	1,4	283,1	4,2	59,7	318,0		

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 comer- ciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 II III	7,9	0,2	90,5	0,3	0,1	60,5	40,4	20,1	42,7	0,0	39,6	3,3
	7,3	0,2	95,6	0,3	0,1	48,2	36,6	11,6	42,7	0,0	46,3	3,4

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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 II III	2.590,6	53,6	3.198,2	47,1	190,9	856,9	491,5	365,3	135,5	134,2	649,5	77,8
	2.712,1	56,8	3.361,6	52,3	180,3	910,3	548,0	362,3	141,1	130,1	704,5	83,8

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	Total	Acciones y partici-paciones	Bonos y obliga-ciones	Instrum. del mercado monetario	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
III	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,0	-0,1	0,0	26,8	-21,9
2006 Nov	327,0	179,4	366,229	4,3	5,4	137,9	4,0	20,2	113,3	-	-	-	0,4	0,0	24,5	-19,8
Dic	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	-	-	-	0,3	0,0	24,6	-21,5
	de los cuales depositados en el Banco Central Europeo															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 I	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
II	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
III	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
2006 Nov	40,1	10,4	21,312	0,2	0,0	29,4	0,8	3,4	25,2	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,1
Dic	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-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	1.083,5	512,8	227,7	309,6	949,2	984,6	559,4	163,5	234,2	717,7	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,7	300,4	924,0	990,4	553,2	164,3	241,0	716,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,9	547,7	247,6	313,7	999,4	1.075,3	605,4	184,1	256,3	770,4	129,5
2005	7,7	13,4	1.241,6	593,0	270,5	333,7	1.072,6	1.224,7	705,7	207,2	276,4	847,5	186,1
2005 II	6,8	12,1	304,2	145,9	65,8	82,3	261,1	295,0	169,4	51,4	67,1	202,8	42,1
III	10,1	15,6	319,9	151,2	71,6	85,7	275,4	319,1	184,8	54,1	71,1	218,6	53,2
IV	9,8	15,7	324,3	155,7	69,7	86,5	279,0	329,6	189,5	56,5	72,7	226,2	53,5
2006 I	15,8	22,2	332,7	159,3	71,1	89,1	285,3	336,5	197,5	52,5	74,0	224,7	55,8
II	9,3	14,1	339,4	162,4	71,4	89,5	291,5	344,2	204,0	52,0	74,5	232,9	56,4
III	8,0	10,2	347,4	167,5	72,3	90,8	298,0	354,9	212,5	51,0	75,5	238,7	59,9
2006 Jun	8,3	13,3	113,6	54,5	23,9	30,1	97,9	115,2	68,7	17,4	24,8	78,2	18,8
Jul	7,4	12,6	111,5	53,8	22,8	29,4	95,6	117,0	69,7	16,6	24,8	78,5	19,4
Ago	8,0	10,8	115,2	55,6	23,4	30,7	99,6	120,0	73,5	17,4	25,3	80,5	21,7
Sep	8,5	7,6	120,7	58,0	26,2	30,7	102,9	117,9	69,3	16,9	25,4	79,8	18,8
Oct	15,8	13,1	119,6	57,5	25,0	30,8	102,6	117,2	69,9	17,2	25,6	81,0	.
Nov	12,0	7,4	121,6	58,2	26,2	31,2	102,5	117,1	69,3	17,9	25,9	78,5	.
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	115,2	108,4	98,1	98,9	89,8	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,0	115,0	109,3	101,9	100,4	95,4	110,5	100,1	104,9
2004	9,1	6,7	118,2	115,4	121,5	120,1	118,7	107,9	104,4	108,1	118,6	107,6	105,7
2005	4,8	5,2	124,4	120,1	131,1	125,0	124,8	114,1	108,1	122,5	124,7	116,0	110,6
2005 II	4,7	6,2	123,0	119,4	128,1	124,4	122,2	112,5	107,0	122,8	122,8	112,1	107,0
III	6,9	5,9	127,5	121,6	138,3	127,4	127,5	116,1	109,4	126,6	127,3	119,0	115,2
IV	5,6	5,4	127,9	123,6	134,0	127,6	128,4	117,7	109,3	132,1	127,8	121,9	111,7
2006 I	10,6	8,2	129,5	124,8	135,4	130,0	130,0	116,5	109,8	121,0	128,7	119,2	108,4
II	5,1	3,3	131,9	127,2	136,4	130,1	133,0	118,7	111,4	122,5	130,4	123,8	104,2
III	5,0	3,8	134,6	129,9	138,7	132,1	135,4	121,7	115,5	121,5	130,4	125,6	113,8
2006 Jun	4,9	4,5	132,4	127,9	137,5	130,7	133,8	119,3	112,1	124,7	131,5	125,8	102,6
Jul	4,4	4,6	129,9	126,0	131,1	128,1	130,8	119,9	112,7	119,0	128,8	124,4	108,1
Ago	4,8	3,8	133,7	128,7	134,3	133,8	135,5	122,8	119,3	123,8	130,8	126,9	121,9
Sep	5,9	3,2	140,3	134,9	150,7	134,5	139,9	122,3	114,5	121,6	131,6	125,7	111,3
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,7	99,6	101,9	100,0	84,5
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,6	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,4
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2005 II	2,0	5,5	98,7	99,2	95,0	100,9	97,7	102,3	107,3	91,6	99,0	97,2	128,2
III	3,0	9,2	100,1	101,0	95,8	102,5	98,7	107,2	114,4	93,4	101,1	98,7	150,4
IV	4,0	9,8	101,1	102,3	96,2	103,4	99,3	109,3	117,4	93,5	103,0	99,6	156,2
2006 I	4,7	13,0	102,5	103,6	97,1	104,5	100,3	112,7	121,8	95,0	104,1	101,3	167,9
II	4,0	10,5	102,6	103,6	96,8	104,9	100,2	113,1	124,0	92,8	103,5	101,0	176,3
III	2,8	6,2	102,9	104,7	96,5	104,7	100,6	113,8	124,6	91,7	104,9	102,1	171,5
2006 Jun	3,3	8,4	102,7	103,8	96,6	105,2	100,3	112,9	124,4	91,7	102,4	100,2	178,9
Jul	2,9	7,6	102,7	104,1	96,4	104,9	100,1	114,2	125,7	91,4	104,7	101,7	175,9
Ago	3,1	6,7	103,1	105,3	96,7	104,8	100,8	114,3	125,1	92,3	105,1	102,2	173,7
Sep	2,5	4,3	102,9	104,7	96,4	104,5	100,8	112,8	123,0	91,4	104,7	102,3	164,8
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.083,5	25,3	37,1	205,7	112,1	27,0	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,4	59,5	43,5	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,2	135,5	59,5	37,7	101,2
2004	1.146,9	25,6	41,8	203,9	128,1	35,3	66,1	31,8	173,7	40,3	33,2	149,8	63,8	40,6	113,0
2005	1.241,6	28,9	45,0	202,9	144,7	43,1	70,7	34,6	185,2	43,4	34,1	166,0	73,0	47,0	123,1
2005 II	304,2	7,2	11,1	49,8	34,7	10,5	17,2	8,2	45,3	10,1	8,5	40,6	17,2	11,4	32,6
2005 III	319,9	7,4	11,4	51,2	36,7	11,3	17,9	9,1	47,3	11,4	8,5	44,0	19,4	12,2	32,1
2005 IV	324,3	7,6	11,4	51,7	39,1	11,4	18,0	9,5	48,8	11,7	8,6	42,5	19,2	12,3	32,5
2006 I	332,7	7,5	11,6	52,7	40,7	12,1	18,0	9,7	50,3	12,5	8,8	44,0	19,0	13,3	32,6
2006 II	339,4	7,7	12,2	53,9	42,9	13,0	18,4	9,9	49,4	12,8	8,3	45,1	19,2	13,3	33,4
2006 III	347,4	7,8	12,8	54,9	45,1	14,2	19,3	9,5	49,0	13,6	8,5	45,9	19,1	13,5	34,2
2006 Jun	113,6	2,6	4,2	18,3	14,3	4,5	6,1	3,3	16,2	4,4	2,8	15,2	6,5	4,5	10,7
2006 Jul	111,5	2,6	4,3	17,8	14,6	4,5	6,4	3,0	16,1	4,3	2,8	14,9	6,2	4,3	9,8
2006 Ago	115,2	2,6	4,3	19,0	14,9	4,7	6,4	3,2	16,4	4,5	2,8	14,8	6,3	4,5	10,9
2006 Sep	120,7	2,6	4,3	18,2	15,6	5,1	6,5	3,3	16,4	4,8	2,9	16,2	6,5	4,7	13,5
2006 Oct	119,6	.	.	.	.	5,2	7,1	3,1	16,3	4,9	2,9	15,8	6,2	4,7	.
2006 Nov	121,6	.	.	.	.	5,2	6,8	3,3	16,5	5,0	2,9	15,8	6,5	4,7	.
en porcentaje del total de exportaciones															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,7	3,5	5,7	2,8	14,9	3,5	2,7	13,4	5,9	3,8	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2002	984,6	23,0	35,7	149,7	93,5	42,1	52,0	17,7	125,6	61,7	52,8	143,0	67,8	39,4	80,6
2003	990,4	23,7	37,0	138,9	102,1	47,4	50,6	19,3	110,3	74,5	52,1	141,9	68,9	39,8	84,0
2004	1.075,3	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,0	22,8	113,8	92,0	53,9	161,2	72,7	45,1	88,3
2005	1.224,7	26,3	42,2	152,4	118,1	75,9	57,9	24,9	120,2	118,1	53,0	190,1	96,1	53,5	96,1
2005 II	295,0	6,6	10,3	36,9	29,2	18,4	14,3	5,8	29,8	27,9	12,6	43,8	22,2	12,3	24,9
2005 III	319,1	6,6	10,7	39,4	30,0	19,9	14,8	6,1	30,8	31,5	13,6	50,9	26,9	14,0	23,9
2005 IV	329,6	6,7	11,1	39,7	30,9	20,5	15,4	6,7	31,0	32,5	13,9	53,3	26,4	15,0	26,5
2006 I	336,5	6,7	11,3	40,8	32,2	23,9	15,1	6,7	31,8	33,4	14,0	51,2	26,9	15,7	26,9
2006 II	344,2	6,7	11,4	43,0	34,2	24,9	15,4	7,5	31,7	34,6	14,0	53,2	26,9	15,9	24,6
2006 III	354,9	7,0	12,2	41,5	36,4	24,0	15,8	7,1	31,9	35,7	14,1	55,3	28,0	16,6	29,2
2006 Jun	115,2	2,1	3,9	13,9	11,6	8,5	5,3	2,5	10,8	11,9	4,8	17,4	9,0	5,4	8,0
2006 Jul	117,0	2,5	4,1	14,0	11,9	7,7	5,3	2,3	10,7	11,7	4,7	18,3	8,9	5,6	9,5
2006 Ago	120,0	2,2	4,0	14,1	12,0	8,7	5,3	2,4	10,7	11,8	4,8	18,7	10,5	5,6	9,1
2006 Sep	117,9	2,3	4,1	13,4	12,5	7,6	5,2	2,4	10,5	12,2	4,6	18,3	8,6	5,5	10,6
2006 Oct	117,2	.	.	.	.	7,3	5,1	2,3	10,6	12,7	4,6	18,1	9,3	5,7	.
2006 Nov	117,1	.	.	.	.	7,1	5,2	2,3	10,3	12,9	4,4	17,1	9,2	5,8	.
en porcentaje del total de importaciones															
2005	100,0	2,2	3,4	12,5	9,7	6,2	4,7	2,0	9,8	9,6	4,3	15,5	7,8	4,4	7,8
Saldo															
2002	98,9	2,3	1,4	56,0	18,6	-15,1	12,0	3,7	58,4	-31,8	-19,7	-2,6	-8,3	4,1	19,7
2003	69,7	1,2	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,7	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-6,4	-9,4	-2,0	17,2
2004	71,5	0,3	2,2	59,9	20,9	-21,1	13,1	8,9	59,9	-51,8	-20,6	-11,4	-8,9	-4,5	24,6
2005	16,9	2,6	2,8	50,5	26,6	-32,8	12,7	9,7	65,0	-74,7	-19,0	-24,1	-23,1	-6,6	27,0
2005 II	9,3	0,5	0,8	12,9	5,5	-7,8	2,9	2,4	15,5	-17,8	-4,1	-3,3	-4,9	-0,9	7,7
2005 III	0,8	0,8	0,7	11,9	6,7	-8,6	3,1	3,0	16,5	-20,1	-5,0	-6,9	-7,5	-1,8	8,2
2005 IV	-5,3	0,9	0,4	12,0	8,2	-9,1	2,6	2,7	17,8	-20,8	-5,3	-10,8	-7,2	-2,7	5,9
2006 I	-3,8	0,8	0,3	11,9	8,5	-11,7	2,9	3,0	18,4	-21,0	-5,1	-7,3	-7,8	-2,4	5,7
2006 II	-4,7	1,1	0,7	10,9	8,7	-11,9	2,9	2,3	17,7	-21,8	-5,7	-8,1	-7,7	-2,6	8,7
2006 III	-7,5	0,8	0,7	13,4	8,7	-9,8	3,4	2,4	17,1	-22,1	-5,6	-9,5	-9,0	-3,1	5,0
2006 Jun	-1,5	0,5	0,3	4,3	2,7	-4,0	0,9	0,8	5,5	-7,5	-2,1	-2,2	-2,5	-0,9	2,7
2006 Jul	-5,6	0,1	0,2	3,8	2,7	-3,2	1,1	0,7	5,4	-7,4	-1,9	-3,4	-2,7	-1,3	0,3
2006 Ago	-4,7	0,3	0,3	4,8	2,9	-4,1	1,1	0,8	5,7	-7,3	-2,0	-3,9	-4,2	-1,0	1,8
2006 Sep	2,8	0,3	0,2	4,8	3,1	-2,5	1,2	0,9	5,9	-7,4	-1,7	-2,1	-2,1	-0,8	2,9
2006 Oct	2,4	.	.	.	.	-2,1	2,0	0,8	5,7	-7,8	-1,7	-2,3	-3,1	-1,0	.
2006 Nov	4,5	.	.	.	.	-1,9	1,6	0,9	6,1	-7,9	-1,5	-1,3	-2,7	-1,1	.

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



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	104,4	105,1	104,2	103,0	100,0	101,8	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,8	97,6	99,4	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	-	-	-	110,0	103,4
2005 IV	101,4	102,2	100,1	99,0	94,9	96,9	107,3	101,2
2006 I	101,7	102,5	101,0	99,0	94,3	96,8	107,4	101,2
II	103,8	104,6	103,0	100,8	95,4	98,4	110,1	103,6
III	104,5	105,3	103,7	101,4	95,8	98,5	111,2	104,5
IV	104,6	105,3	104,1	-	-	-	111,3	104,2
2006 Ene	101,9	102,7	100,8	-	-	-	107,7	101,5
Feb	101,2	102,0	100,6	-	-	-	106,8	100,6
Mar	102,0	102,9	101,4	-	-	-	107,6	101,4
Abr	103,1	104,0	102,5	-	-	-	108,8	102,5
May	104,0	104,8	103,3	-	-	-	110,5	104,0
Jun	104,2	104,9	103,3	-	-	-	111,1	104,4
Jul	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
Ago	104,6	105,4	103,7	-	-	-	111,3	104,6
Sep	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
Oct	103,9	104,7	103,5	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,1
Dic	105,6	106,0	104,8	-	-	-	112,3	104,9
2007 Ene	104,9	105,3	104,2	-	-	-	111,5	104,0
% variación sobre mes anterior								
2007 Ene	-0,6	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,8
% variación sobre año anterior								
2007 Ene	3,0	2,5	3,3	-	-	-	3,5	2,5

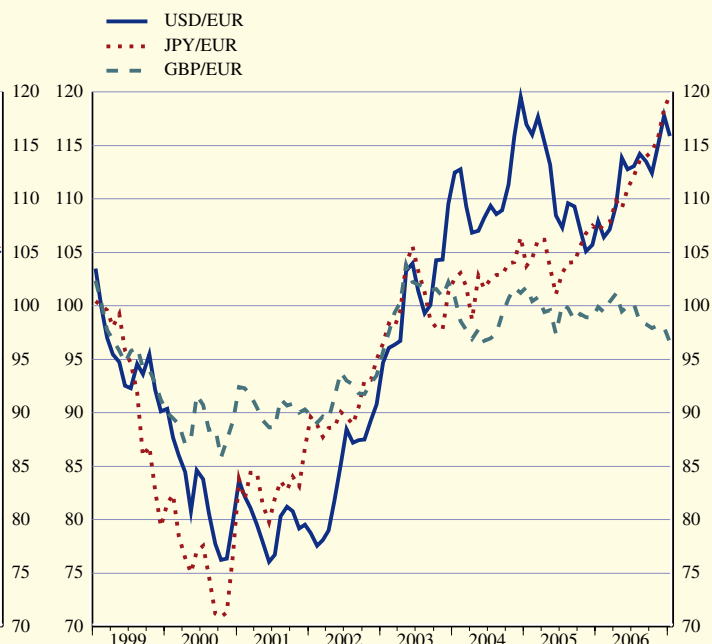
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006 II	7,4581	9,2979	0,68778	1,2582	143,81	1,5631	1.194,34	9,7618	1,9989	1,4108	7,8314	1,6838
III	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
IV	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2006 Jul	7,4602	9,2170	0,68782	1,2684	146,70	1,5687	1.205,89	9,8600	2,0083	1,4303	7,9386	1,6869
Ago	7,4609	9,2098	0,67669	1,2811	148,53	1,5775	1.231,42	9,9627	2,0185	1,4338	7,9920	1,6788
Sep	7,4601	9,2665	0,67511	1,2727	148,99	1,5841	1.212,64	9,9051	2,0101	1,4203	8,2572	1,6839
Oct	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
Nov	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
Dic	7,4549	9,0377	0,67286	1,3213	154,82	1,5969	1.222,34	10,2704	2,0354	1,5212	8,1575	1,6814
2007 Ene	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1.217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
	% variación sobre mes anterior											
2007 Ene	0,0	0,5	-1,4	-1,6	1,1	1,2	-0,4	-1,3	-1,8	0,5	1,5	-1,3
	% variación sobre año anterior											
2007 Ene	-0,1	-2,5	-3,3	7,4	12,0	4,3	2,3	8,0	1,1	9,0	3,0	2,8
	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40,510	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2006 II	28,378	15,6466	0,57538	0,6960	3,4528	266,83	0,4293	3,9482	37,690	1,9558	3,5172	
III	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	37,842	1,9558	3,5415	
IV	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791	
2006 Jul	28,448	15,6466	0,57500	0,6960	3,4528	277,49	0,4293	3,9962	38,377	1,9558	3,5715	
Ago	28,194	15,6466	0,57585	0,6960	3,4528	274,41	0,4293	3,9046	37,669	1,9558	3,5271	
Sep	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	37,497	1,9558	3,5274	
Oct	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	36,804	1,9558	3,5191	
Nov	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	35,884	1,9558	3,4955	
Dic	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	34,967	1,9558	3,4137	
2007 Ene	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Ene	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	-0,6	0,0	-0,6	
	% variación sobre año anterior											
2007 Ene	-3,1	0,0	0,8	0,2	0,0	1,3	0,0	1,6	-7,3	0,0	-6,9	
	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⁾	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
2006 II	10,0815	7,2786	92,72	11.479,67	4,5853	2,0172	65,819	34,1890	8,1745	47,981	1,8473	
III	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118	
IV	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781	
2006 Jul	10,1347	7,2509	94,33	11.582,39	4,6527	2,0551	66,291	34,1393	8,9892	48,197	1,9712	
Ago	10,2141	7,2893	90,08	11.649,96	4,7078	2,0220	65,712	34,2755	8,9034	48,192	1,8802	
Sep	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870	
Oct	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654	
Nov	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786	
Dic	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920	
2007 Ene	10,1238	7,3711	91,02	11.796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Ene	-2,0	0,2	-0,6	-1,7	-2,8	-2,1	-2,6	-0,8	0,4	-2,9	-2,0	
	% variación sobre año anterior											
2007 Ene	3,7	-0,1	22,0	2,8	0,4	6,1	-0,1	0,4	26,6	-4,4	14,7	

Fuente: BCE.

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

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

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	5,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,3	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 II	8,3	2,5	2,0	4,5	2,6	6,5	3,6	2,7	3,4	1,4	7,2	4,6	1,9	2,2
III	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
IV	6,1	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2006 Ago	6,8	2,6	1,9	5,0	2,7	6,8	4,3	4,7	3,0	1,7	6,1	5,0	1,6	2,5
Sep	5,6	2,2	1,5	3,8	2,2	5,9	3,3	5,9	3,1	1,4	5,5	4,5	1,2	2,4
Oct	5,7	0,8	1,4	3,8	1,7	5,6	3,7	6,3	1,7	1,1	4,8	3,1	1,2	2,4
Nov	6,1	1,0	1,8	4,7	1,3	6,3	4,4	6,4	0,9	1,3	4,7	3,7	1,5	2,7
Dic	6,5	1,5	1,7	5,1	1,5	6,8	4,5	6,6	0,8	1,4	4,9	3,7	1,4	3,0
Déficit (-) / superávit de las AAPP en porcentaje del PIB														
2003	0,3	-6,6	1,1	2,0	-6,3	-1,2	-1,3	-7,2	-10,0	-4,7	-1,5	-3,7	0,1	-3,3
2004	2,7	-2,9	2,7	2,3	-4,1	-0,9	-1,5	-6,5	-5,0	-3,9	-1,5	-3,0	1,8	-3,2
2005	2,4	-3,6	4,9	2,3	-2,3	0,1	-0,5	-7,8	-3,2	-2,5	-1,5	-3,1	3,0	-3,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2003	46,0	30,1	44,4	5,7	69,1	14,4	21,2	58,0	70,2	43,9	21,5	42,7	51,8	38,9
2004	38,4	30,7	42,6	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	74,9	41,8	18,8	41,6	50,5	40,4
2005	29,8	30,4	35,9	4,5	69,2	12,1	18,7	61,7	74,2	42,0	15,9	34,5	50,4	42,4
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período														
2006 Jul	4,43	4,04	4,06	-	4,21	4,32	4,28	7,55	4,31	5,56	7,11	5,42	3,96	4,49
Ago	4,66	3,85	3,93	-	4,28	4,36	4,28	7,49	4,34	5,62	7,41	5,13	3,84	4,49
Sep	4,40	3,90	3,79	-	4,28	4,38	4,28	7,58	4,34	5,48	7,49	4,79	3,70	4,44
Oct	4,26	3,89	3,88	-	4,26	4,55	4,28	7,47	4,34	5,40	7,56	4,42	3,73	4,51
Nov	4,38	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	7,56	4,25	3,62	4,45
Dic	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período														
2006 Jul	-	2,29	3,20	3,18	3,20	4,43	3,13	6,90	3,63	4,19	8,57	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	8,72	4,93	2,70	4,94
Sep	3,40	2,49	3,45	3,40	3,39	4,84	3,38	7,88	3,65	4,21	8,66	4,95	2,83	5,03
Oct	3,50	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	8,62	5,02	2,96	5,13
Nov	-	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	8,71	4,94	3,08	5,23
Dic	-	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
PIB real														
2005	5,5	6,1	3,1	10,5	3,8	10,2	7,6	4,2	2,2	3,4	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8
2006 II	6,6	6,0	3,1	11,8	4,1	11,1	8,5	4,1	2,8	5,4	7,8	6,7	5,0	2,7
III	6,7	5,8	3,1	11,0	3,6	11,8	7,1	4,2	2,7	5,6	8,3	9,8	4,7	2,9
IV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2004	-5,8	-6,5	2,4	-11,7	-4,1	-11,9	-6,4	-8,1	-6,6	-3,8	-7,5	-3,3	6,9	-1,5
2005	-11,3	-1,9	3,7	-9,5	-5,1	-11,4	-5,9	-5,9	-6,4	-1,4	-7,9	-8,6	6,3	-2,2
2006 I	-22,1	0,7	-0,5	-11,3	-12,1	-13,0	-9,6	-7,9	-11,7	-1,6	-8,9	-6,4	5,7	-3,3
II	-12,2	-6,5	3,0	-10,6	-4,0	-16,5	-9,0	-6,2	-7,4	-1,5	-14,3	-9,5	6,0	-3,4
III	-4,3	-5,7	5,5	-10,9	14,2	-23,3	-11,7	-4,1	-	-0,6	-9,9	-10,1	7,2	-2,9
Costes laborales unitarios														
2004	5,9	1,8	1,0	4,4	1,6	6,6	3,0	5,6	1,1	-2,0	-	3,2	-1,0	2,0
2005	-	-0,5	1,2	2,7	-0,1	5,8	3,7	-	-0,1	-0,7	-	0,5	0,6	-
2006 I	-	0,6	1,4	3,7	-	-	3,6	-	0,3	-	-	1,9	-2,3	-
II	-	-	1,2	5,1	-	-	3,5	-	-0,1	-	-	3,7	-0,2	-
III	-	-	1,3	5,6	-	-	14,9	-	-	-	-	0,5	0,2	-
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	-	4,8
2006	8,9	7,2	3,8	5,6	4,9	6,9	5,9	7,5	7,4	14,0	-	13,3	-	-
2006 II	9,1	7,3	4,2	6,0	4,9	7,1	5,9	7,3	7,5	14,2	7,3	13,6	-	5,4
III	9,2	7,1	3,6	5,7	4,9	6,7	6,0	7,6	7,3	13,6	7,6	13,2	-	5,4
IV	8,1	6,8	3,3	4,5	4,7	6,2	5,7	7,7	7,0	13,0	-	12,4	-	-
2006 Sep	9,0	7,1	3,5	5,5	4,7	6,5	6,2	7,7	7,3	13,3	7,7	13,0	-	5,4
Oct	8,0	6,9	3,3	4,8	4,8	6,3	5,8	7,7	7,1	13,3	7,9	12,7	-	5,4
Nov	8,1	6,8	3,3	4,5	4,7	6,2	5,6	7,7	7,1	13,1	7,9	12,4	-	-
Dic	8,1	6,7	3,2	4,3	4,7	6,1	5,7	7,8	7,0	12,8	-	12,0	-	-
2007 Ene	-	-	-	-	-	-	-	7,9	-	-	-	-	-	-

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

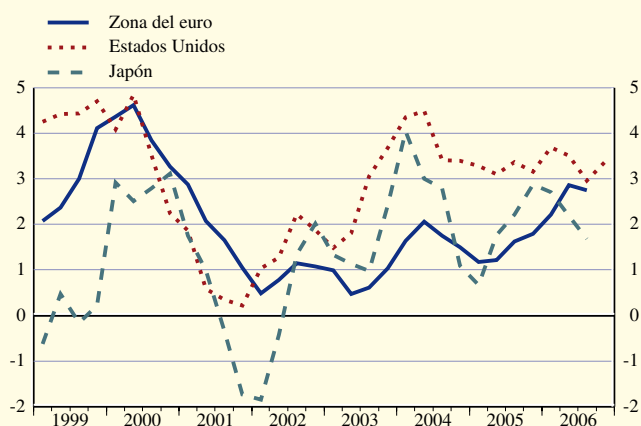
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	7,0	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	0,5	3,2	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	.	3,4	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	.	.
2005 IV	3,7	-0,9	3,1	4,6	5,0	4,1	4,34	4,48	1,1884	-3,4	49,2
2006 I	3,6	2,1	3,7	4,9	4,7	4,6	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	-0,2	3,5	5,5	4,6	4,7	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
III	3,3	-2,0	3,0	6,1	4,7	4,5	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	.	3,4	3,7	4,5	5,0	5,37	4,63	1,2887	.	.
2006 Sep	2,1	-	-	6,8	4,6	4,3	5,38	4,72	1,2727	-	-
Oct	1,3	-	-	4,3	4,4	4,7	5,37	4,73	1,2611	-	-
Nov	2,0	-	-	3,2	4,5	5,0	5,37	4,60	1,2881	-	-
Dic	2,5	-	-	3,5	4,5	5,3	5,36	4,57	1,3213	-	-
2007 Ene	.	-	-	.	4,6	.	5,36	4,76	1,2999	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	.	.
2006	0,2	.	.	4,6	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2005 IV	-0,7	-2,1	2,9	3,0	4,5	1,9	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	-0,1	-1,6	2,7	3,2	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
II	0,2	-2,4	2,2	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	-2,9	1,7	5,4	4,1	0,5	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	.	.	5,6	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2006 Sep	0,6	-2,4	-	5,2	4,2	0,6	0,42	1,68	148,99	-	-
Oct	0,4	-4,4	-	7,4	4,1	0,6	0,44	1,76	149,65	-	-
Nov	0,3	.	-	4,9	4,0	0,7	0,48	1,70	151,11	-	-
Dic	0,3	.	-	4,7	4,1	0,8	0,56	1,64	154,82	-	-
2007 Ene	.	.	-	.	.	.	0,56	1,71	156,56	-	-

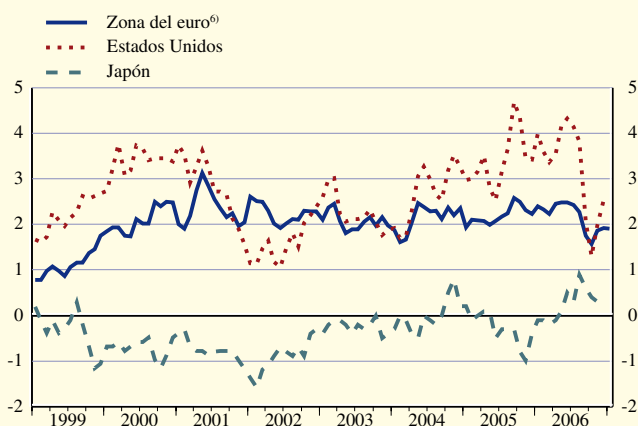
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 periodo; 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 periodo).

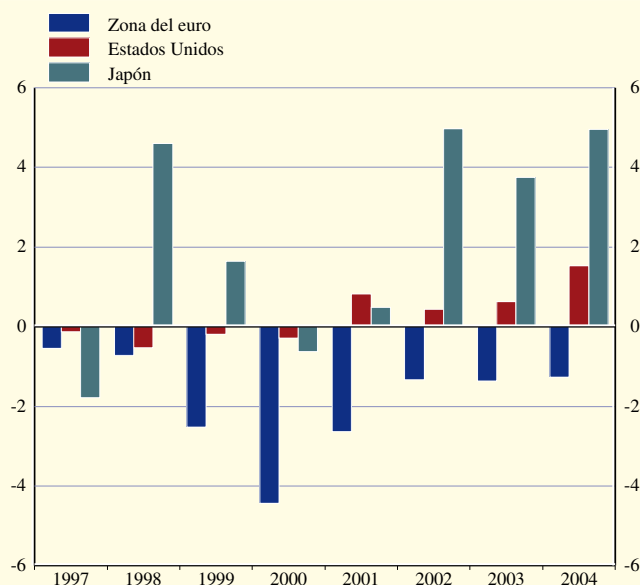
6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

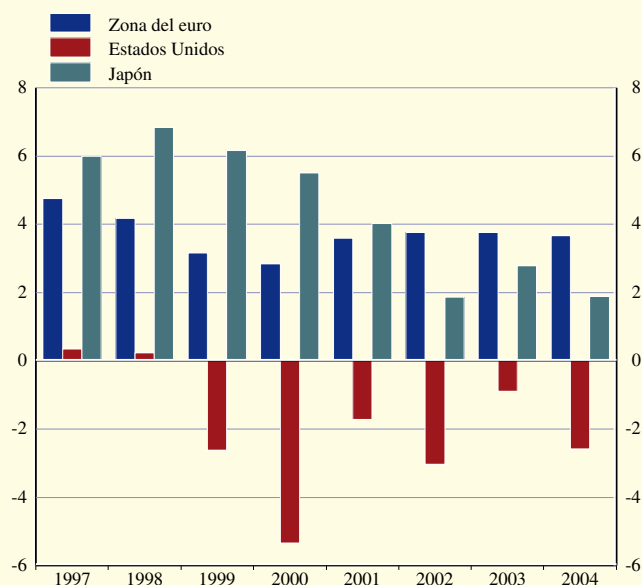
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,5	11,4	7,5
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,4	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,4	13,5	7,5	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,2	7,9	2,6	-0,7	13,8	4,7	9,6	9,7
2004 IV	12,9	19,6	-6,1	7,2	6,8	7,5	6,7	6,4	0,8	13,6	7,7	11,3	11,8
2005 I	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,2	13,6	5,6	10,0	8,4
II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,4	14,0	4,3	9,4	10,4
III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,3	8,5	1,8	-1,2	13,9	5,4	10,0	10,3
IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	2,7	7,9	2,0	-1,2	13,6	3,4	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	3,1	8,4	1,9	-0,8	13,6	5,2	9,1	9,3
II	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,2	8,1	2,4	-1,4	13,3	1,5	8,2	8,3
III	13,5	20,1	-6,6	7,7	7,4	3,8	8,3	2,6	-1,4	12,9	1,9	8,3	6,6
Japón													
2002	25,2	23,2	2,8	12,9	13,2	-1,7	16,3	-7,5	-0,9	5,5	-0,2	7,8	-2,1
2003	25,4	22,9	3,1	13,2	13,2	2,4	16,9	-5,4	0,2	3,6	0,3	7,0	-0,7
2004	25,8	22,8	3,6	13,6	13,4	4,2	17,8	-0,5	1,0	4,8	3,1	6,8	-1,0
2005	26,4	23,3	3,5	14,4	14,2	4,4	17,1	-7,4	-5,0	4,4	2,9	6,4	0,8
2004 IV	27,0	21,7	3,1	.	.	11,9	.	14,2	2,6	.	9,9	.	-0,6
2005 I	31,6	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
II	22,3	24,2	3,2	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
III	24,6	23,6	3,8	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
IV	27,0	24,2	3,4	.	.	16,2	.	-17,3	-20,1	.	15,9	.	3,7
2006 I	31,9	23,8	4,2	.	.	12,2	.	-2,6	-2,4	.	-5,6	.	5,6
II	.	23,4	.	.	.	-19,7	.	-16,6	1,3	.	9,5	.	-9,1
III	.	24,3	.	.	.	12,1	.	6,3	0,2	.	-1,3	.	2,9

C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C21	Nuevos depósitos a plazo	S38
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C30	Cuenta corriente	S55
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C32	Bienes	S56
C33	Servicios	S56
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C35	Tipos de cambio efectivos	S67
C36	Tipos de cambio bilaterales	S67
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C38	Índices de precios de consumo	S70
C39	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C40	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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 y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.int>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentra la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 7 de febrero de 2007.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro 11, es decir, los siguientes once Estados miem-

bros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro 12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos posteriores al 2007 se refieren al Euro 13, es decir, el Euro 12 más Eslovenia.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada en-

tidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona del euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

¹ DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

² DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y mues-

tran 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». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

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

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se derivan de operaciones.

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

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

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos inter-

bancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de

automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (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 aplica-

ción (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 Organiza-

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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

FINANZAS PÚBLICAS

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

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.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 Co-

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.

mité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las

convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro

frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Ru-

sia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 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 Makry-

dakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad margi-

nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores:

las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre noviembre del 2006 y enero del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Información y resumen», diciembre 2006.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«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.

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peñina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 691 «The yield curve as a predictor and emerging economies», por A. Mehl, noviembre 2006.
- 692 «Bayesian inference in co-integrated VAR models: with applications to the demand for euro area M3», por A. Warne, noviembre 2006.
- 693 «Evaluating China's integration in world trade with a gravity model-based benchmark», por M. Bussière y B. Schnatz, noviembre 2006.
- 694 «Optimal currency shares in international reserves: the impact of the euro and the prospects for the dollar», por E. Papaioannou, R. Portes y G. Siourounis, noviembre 2006.

- 695 «Geography or skills: what explains Fed watchers' forecast accuracy of US monetary policy?», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, noviembre 2006.
- 696 «What is global excess liquidity, and does it matter?», por R. Ruffer y L. Stracca, noviembre 2006.
- 697 «How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project», por W. T. Dickens, L. Götte, E. L. Goshen, S. Holden, J. Messina, M. E. Schweitzer, J. Turunen, y M. E. Ward-Warmedlinger, noviembre 2006.
- 698 «Optimal monetary policy rules with labour market frictions», por E. Faia, noviembre 2006.
- 699 «The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data», por E. Gautier, diciembre 2006.
- 700 «Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?», por C. De Mol, D. Giannone y L. Reichlin, diciembre 2006.
- 701 «Is there a single frontier in a single European banking market?», por J. W. B. Bos y H. Schmiedel, diciembre 2006.
- 702 «Comparing financial systems: a structural analysis», por S. Champonnois, diciembre 2006.
- 703 «Co-movements in volatility in the euro money market», por N. Cassola y C. Morana, diciembre 2006.
- 704 «Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach», por B. E. Jones y L. Stracca, diciembre 2006.
- 705 «What does a technology shock do? A VAR analysis with model-based sign restrictions», por L. Dedola y S. Neri, diciembre 2006.
- 706 «What drives investors' behaviour in different FX market segments? A VAR-based return decomposition analysis», por O. Castrén, C. Osbat y M. Sydow, diciembre 2006.
- 707 «Ramsey monetary policy with labour market frictions», por E. Faia, enero 2007.
- 708 «Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting», por I. Vansteenkiste, enero 2007.
- 709 «Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment», por P. Levine, P. McAdam y J. G. Pearlman, enero 2007.
- 710 «Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories», por J. Tapking, enero 2007.
- 711 «What "hides" behind sovereign debt ratings?», por A. Afonso, P. Gomes y P. C. Rother, enero 2007.
- 712 «Opening the black box: structural factor models with large cross-sections», por M. Forni, D. Giannone, M. Lippi y L. Reichlin, enero 2007.
- 713 «Balance of payment crises in emerging markets: how early were the 'early' warning signals?», por M. Bussière, enero 2007.
- 714 «The dynamics of bank spreads and financial structure», por R. Gropp, C. Kok Sørensen y J.-D. Lichtenberger, enero 2007.
- 715 «Emerging Asia's growth and integration: how autonomous are business cycles?», por R. Ruffer, M. Sánchez y J.-G. Shen, enero 2007.
- 716 «Adjusting to the euro», por G. Fagan y V. Gaspar, enero 2007.
- 717 «Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?», por S. Sauer, enero 2007.
- 718 «Drift and breaks in labour productivity», por L. Benati, enero 2007.
- 719 «US imbalances: the role of technology and policy», por R. Bems, L. Dedola y F. Smets, enero 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey 2005», enero 2006.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.
- «Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.
- «ECB statistics: an overview», abril 2006.
- «TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.
- «Financial Stability Review», junio 2006.
- «Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).
- «Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).
- «Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.
- «Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes», agosto 2006.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.
- «Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.
- «Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.
- «Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).
- «EU banking structures», octubre 2006.
- «EU banking sector stability», noviembre 2006.
- «The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.
- «Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).
- «The Eurosystem's view of a «SEPA for cards»», noviembre 2006 (sólo en Internet).
- «Financial Stability Review», diciembre 2006.
- «The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.
- «Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).
- «Research Bulletin No 5», diciembre 2006.
- «Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.
- «Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.
- «Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).
- «Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berés, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», mayo 2006.

«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.

«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del periodo. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida 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-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.