



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL ABRIL

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ABRIL 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 11 de abril de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

- 1 Cambios recientes en la composición del crecimiento del crédito concedido a los residentes en la zona del euro
- 2 Valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM desde comienzos de los años noventa
- 3 Prima de riesgo de los tipos de interés reales a largo plazo y prima de riesgo de inflación en el mercado de renta fija de la zona del euro
- 4 Evaluación de la incertidumbre de los mercados bursátiles utilizando las distribuciones implícitas en las opciones
- 5 Actualización en el 2007 de las directrices integradas para la aplicación de la estrategia de Lisboa por los Estados miembros de la zona del euro
- 6 Evolución del empleo en la zona del euro, por sectores
- 7 Revaluación de la corona eslovaca en el MTC II
- 8 Reciclaje de la factura del petróleo y exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro

ARTÍCULOS

- 5 La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros
- 9 Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: Fuentes e implicaciones
- 13 Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 12 de abril 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 8 de marzo, ha corroborado los argumentos que fundamentaron su decisión de aumentar los tipos de interés. Asimismo, dicha información ha confirmado que las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios continúan sujetas a riesgos al alza. Por tanto, resulta esencial realizar un seguimiento muy atento de todos los factores a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse, lo que contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria siga contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Dado el favorable entorno económico, la orientación de la política monetaria del BCE sigue siendo acomodaticia, considerando que los tipos de interés oficiales del BCE están situados en niveles moderados, que el crecimiento monetario y del crédito es dinámico, y que la situación de liquidez en la zona del euro es holgada según todos los indicadores fiables. Por tanto, de cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno es esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico, datos recientes han respaldado la valoración del Consejo de Gobierno de que el crecimiento de la zona del euro sigue manteniendo su dinamismo. La segunda estimación de Eurostat ha confirmado que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el cuarto trimestre del 2006 en el 0,9%. En el conjunto del año, el PIB real de la zona del euro creció un 2,7% en cifras no ajustadas por el número de días laborables. De acuerdo con los últimos datos, los resultados de las encuestas más recientes y diversas estimaciones basadas en indicadores económicos, parece que el crecimiento mantiene su fortaleza en el primer semestre del 2007.

De cara al futuro, se dan las condiciones para que la economía de la zona del euro registre tasas de creci-

miento elevadas. En cuanto al entorno exterior, se observa un mayor equilibrio del crecimiento económico entre las distintas regiones y, aunque ha registrado cierta moderación, continúa siendo fuerte. En consecuencia, el entorno exterior sigue favoreciendo las exportaciones de la zona del euro. Asimismo, se espera que la demanda interna de la zona del euro mantenga un ritmo relativamente vigoroso. La inversión debería mantener su dinamismo, beneficiándose de un prolongado período de condiciones de financiación favorables, de la reestructuración de los balances, del incremento acumulado y en curso de los beneficios, y de la mejora de la eficiencia empresarial. El consumo también debería seguir reforzándose con el paso del tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, impulsado en mayor medida por el crecimiento del empleo y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo.

Los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento económico están, en general, equilibrados a corto plazo. A más largo plazo, siguen existiendo riesgos a la baja, derivados fundamentalmente del entorno exterior, y 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 se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9% en marzo del 2007, frente al 1,8% registrado en los dos primeros meses del año. No se dispone aún de un desglose detallado de los datos del IAPC de marzo. A más largo plazo, de no producirse nuevos aumentos de los precios del petróleo, la volatilidad de los precios energéticos del año pasado se traducirá en efectos de base significativos que incidirán sobre el perfil de las tasas de inflación interanuales de este año. Considerando los precios actuales del petróleo y los precios de los contratos de futuros sobre este producto, es probable que las tasas de inflación interanuales descendan durante los próximos meses y que hacia finales de este año vuelvan a aumentar y situarse en niveles próximos al 2%.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, las perspectivas de la



evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, además de los ya anunciados y decididos hasta el momento. Lo que es más importante, una evolución salarial más dinámica de lo esperado podría entrañar importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios, teniendo en cuenta la evolución favorable de los mercados de trabajo observada durante los últimos trimestres. Por tanto, resulta crucial que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. En este contexto, los acuerdos salariales deberían tener en cuenta los niveles de competitividad de precios, el nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y la evolución de la productividad. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las 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 interanual de crecimiento de M3 aumentó nuevamente en febrero hasta situarse en el 10,0%, frente al 9,9% registrado en enero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado, aunque se mantuvo en un nivel elevado, situándose en el 10,3% en febrero, mostró signos adicionales de moderación. Si bien en los meses anteriores, dicha moderación había obedecido a una disminución del crecimiento del endeudamiento de los hogares, en el contexto de subida de los tipos de los préstamos hipotecarios en el conjunto de la zona del euro y de ralentización del incremento de los precios de la vivienda en algunas regiones, en febrero se debió a la moderación del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras. Al examinar esta evolución, es necesario tener presente que las cifras mensuales pueden verse influidas por factores temporales, de modo que su relevancia no debe sobreestimarse. De hecho, el intenso crecimiento del crédito al sector privado refleja la continuación de la intensidad de la tendencia alcista del crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras registrada desde mediados del 2004.

Observados en perspectiva, los datos más recientes continúan indicando que el ritmo de expansión del agregado monetario amplio de la zona del euro es intenso. La persistencia de la vigorosa expansión del dinero y del crédito refleja los bajos niveles de los tipos de interés durante un período prolongado y el fortalecimiento de la actividad económica en la zona del euro. La subida de los tipos de interés a corto plazo, junto con el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo, ha incidido sobre la trayectoria de los componentes individuales de los agregados monetarios y crediticios, aunque su influencia sobre la fortaleza general de la evolución monetaria ha sido, hasta el momento, limitada. Tras varios años de fuerte crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro es holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. En este contexto de liquidez abundante, la continuación de la vigorosa expansión del dinero y del crédito apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Por tanto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en un entorno de intenso crecimiento 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 importante hacer abstracción del efecto de la volatilidad a corto plazo en las tasas de inflación. El horizonte temporal relevante para la política monetaria es el medio plazo. Los riesgos para las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios siguen apuntando al alza, y se relacionan, sobre todo, con una evolución de los salarios más dinámica de lo esperado en un contexto de continuada solidez del crecimiento del empleo y de la actividad económica. Teniendo en cuenta el vigor del crecimiento monetario y del crédito, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores. Dicho seguimiento resulta esencial a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a mate-

rializarse, 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 sigue siendo esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a otros ámbitos de política, el Consejo de Gobierno acogió positivamente las recomendaciones dirigidas a los países de la zona del euro recogidas en la actualización del 2007 de las Directrices Integradas, un amplio conjunto de medidas adoptado por el Consejo ECOFIN en 2005, que refunde las Orientaciones Generales de Política Económica y las Directrices para el Empleo. Dicha actualización de las Directrices Integradas fue aprobada por el Consejo Europeo en su reunión celebrada los días 8 y 9 de marzo de 2007, y responde a la necesidad de acelerar el saneamiento presupuestario, mejorar la calidad de las finanzas públicas, fomentar la competencia y la integración, y promover reformas del mercado de trabajo.

Ciertamente, por lo que se refiere a la política fiscal, es de crucial importancia aprovechar el impulso de la mejora de la situación económica para avanzar con determinación en el ámbito del saneamiento presupuestario. En el 2006, los ratios de déficit y deuda en relación con el PIB de los países de la zona del euro han resultado ser significativamente mejores de lo esperado. No obstante, estos resultados positivos obedecen en buena medida a que la elevada cuantía de los ingresos fiscales en un entorno macroeconómico favorable ha compensado en algunos casos niveles de gasto público superiores a los programados. La obtención de re-

sultados presupuestarios mejores de lo esperado en el 2006 debería traducirse en objetivos más ambiciosos para el 2007 y para años sucesivos, permitiendo destinar íntegramente los ingresos extraordinarios a reducir el déficit y la deuda. Asimismo, todos los países deberían evitar aplicar políticas fiscales procíclicas, lo que es de vital importancia para garantizar la sostenibilidad presupuestaria en previsión del impacto del envejecimiento de la población y se ajusta plenamente al Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. Revisar el gasto público y los impuestos a fin de mejorar la calidad de las finanzas públicas favorecería adicionalmente el crecimiento económico y la sostenibilidad presupuestaria.

El Consejo de Gobierno alienta asimismo la adopción de reformas estructurales ambiciosas, que contribuirían en mayor medida al buen funcionamiento de la Unión Monetaria e impulsarían el potencial de crecimiento y la creación de empleo. En particular, incrementar la flexibilidad del mercado laboral para adecuar la evolución de los salarios a la de la productividad, y facilitar la movilidad laboral aumentaría la resistencia de las economías frente a posibles perturbaciones y garantizarían su competitividad.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero de ellos se centra en la comunicación de la política monetaria del BCE a los mercados financieros. El segundo estudia el origen de los diferenciales de crecimiento del producto en los países de la zona del euro y sus implicaciones de política económica. El tercer artículo examina las diferencias entre el déficit presupuestario y la variación de la deuda pública en la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar de que en varios países se observa una cierta moderación. Las variaciones de los precios de la energía siguen influyendo significativamente en la evolución de los precios a escala internacional. Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial tienen relación con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y con la preocupación ante una corrección desordenada de los desequilibrios económicos mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo vigoroso, a pesar de que en varios países se observa una cierta moderación. Si bien la producción industrial se redujo ligeramente en los países de la OCE (excluidos los pertenecientes a la zona del euro) hacia finales del pasado año, los datos procedentes de las encuestas de opinión todavía apuntan al mantenimiento de una situación relativamente sólida en el sector manufacturero mundial. Al mismo tiempo, la actividad en el sector servicios sigue siendo dinámica, aunque se ha moderado desde comienzos del año en curso.

Por lo que respecta a la evolución de los precios mundiales, las variaciones de los precios de la energía siguen siendo un importante factor determinante. La inflación general, medida por los precios de consumo, aumentó ligeramente en febrero en los países de la OCDE. Al mismo tiempo, la inflación medida por los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía se mantuvo estable en niveles relativamente moderados. Los datos de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios sugieren un cierto aumento de las presiones de costes desde principios del año, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

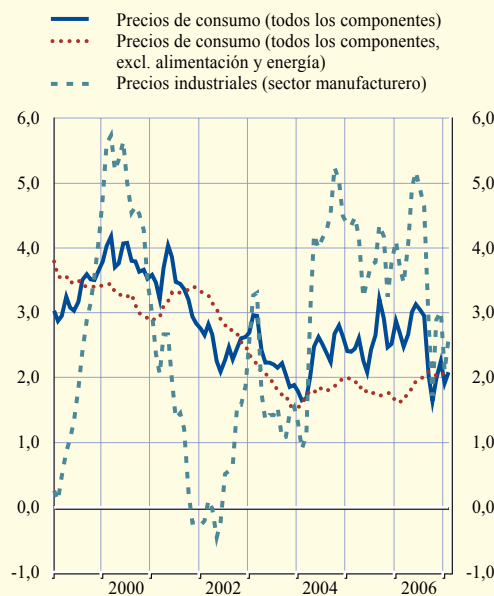
ESTADOS UNIDOS

En el cuarto trimestre del 2006, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado. El PIB real creció un 2,5% en tasa intertrimestral anualizada, frente al 2% registrado en el trimestre anterior. La evolución del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2006 reflejó, por un lado, las fuertes contribuciones positivas del gasto en consumo personal y de la demanda exterior neta y, por otro, las contribuciones negativas de la inversión empresarial, residencial y en existencias. Para el conjunto del año 2006, el crecimiento medio del PIB real fue del 3,3%.

Por lo que respecta a los precios, tras registrar una cierta moderación en el segundo semestre del 2006, la inflación medida por los precios de consumo ha ido aumentando gradualmente desde diciembre del 2006, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía y los alimentos. En febrero del 2007, la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 2,4%. Al

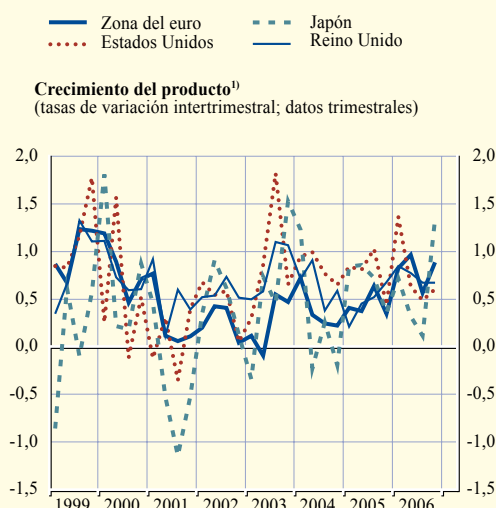
Gráfico I Evolución de los precios en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

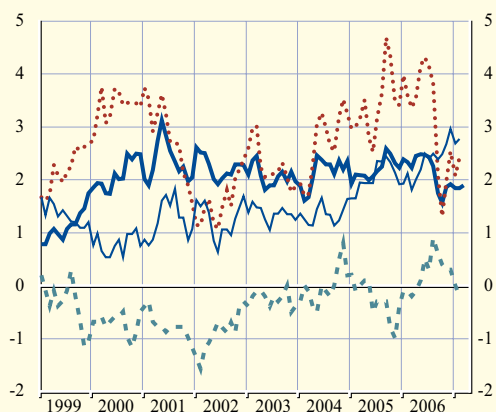


Fuente: OCDE.

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Tasas de inflación²⁾
(precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

mismo tiempo, la inflación de precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en un nivel más elevado del 2,7%.

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 aumentado impulsado por las sólidas exportaciones y la vigorosa demanda interna, esta última respaldada especialmente por la inversión empresarial en los últimos trimestres. En el cuarto trimestre del 2006, de acuerdo con la segunda estimación provisional, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1,3%.

La inflación ha seguido siendo moderada. En febrero del 2007, la inflación interanual medida por el IPC y la inflación excluidos los alimentos frescos se redujeron un 0,2% y un 0,1%, respectivamente. Tras la desaceleración observada en los últimos meses como resultado de la menor contribución de los precios relacionados con el petróleo, las variaciones interanuales del IPC han vuelto a registrar cifras negativas por primera vez desde abril del 2006. De la misma manera, la inflación interanual medida por los precios industriales ha seguido descendiendo, situándose en el 1,8% en febrero, frente al 2,2% de marzo.

En su reunión de 10 de abril de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,50%, el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7% en el cuarto trimestre del 2006, sin variación con respecto a los cuatro trimestres anteriores. El consumo de los hogares aumentó un 1% y, habida cuenta de la evolución

de las ventas al por menor en enero y febrero, se estima que se habrá moderado ligeramente en el primer trimestre del 2007. La inversión empresarial aumentó notablemente en el último trimestre del 2006 y las encuestas siguen indicando que las inversiones se mantendrán en niveles elevados.

En febrero, la inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,8%, siendo los costes de transporte el componente que mayor efecto al alza tuvo sobre el índice. Los datos procedentes de la encuesta de po-

blación activa apuntan todavía a un moderado crecimiento de los salarios medios, excluidos los componentes salariales variables.

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

OTROS PAÍSES EUROPEOS

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

En el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real experimentó una acusada desaceleración en Dinamarca, mientras que en Suecia aumentó ligeramente. En ambos países, el principal factor determinante de la actividad económica fue la demanda interna. La inflación, medida por el IAPC, se situó en el 1,9% en Dinamarca y en el 1,6% en Suecia en marzo del 2007.

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 cuarto trimestre del 2006. En la República Checa, Polonia y Rumanía, el crecimiento del PIB real vino determinado por la demanda interna, mientras que en Hungría el principal factor determinante fue la demanda exterior neta. En febrero del 2007, la inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 2,1% en la República Checa y del 2,4% en Polonia. En Hungría y Rumanía, la inflación fue más elevada, situándose en el 9% y el 3,7%, respectivamente.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la expansión de la actividad económica continuó a un ritmo relativamente vigoroso, especialmente en las economías más grandes de la región. En varios países se siguió observando un repunte de la inflación, medida por el IPC, en febrero del 2007, aunque las presiones inflacionistas se han mantenido, en general, bastante moderadas.

En China, la actividad se mantuvo a un ritmo sostenido, con un crecimiento de la producción industrial del 12,6%, en tasa interanual, en febrero. Además se aceleró el crecimiento de las exportaciones. La inflación interanual, medida por el IPC, se elevó hasta el 2,7% en febrero desde el 2,2% registrado en el mes anterior. Dada la holgada situación de liquidez del sistema bancario, el Banco Central de la República Popular China decidió elevar los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos en 27 puntos básicos el 17 de marzo de 2007. La volatilidad experimentada por el mercado bursátil chino a finales de febrero remitió durante el mes de marzo. En India, la producción industrial siguió creciendo vigorosamente, a una tasa interanual del 10,9% en enero, mientras que la inflación medida por los precios al por mayor —el principal indicador de inflación del Banco de Reserva de India— se mantuvo en un nivel elevado del 6,5% en marzo. En este contexto, el banco central elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 7,75%, el 30 de marzo del 2007.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continuó creciendo a un ritmo vigoroso. En Brasil, la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial fue del 3% en febrero del 2007, mientras que la inflación interanual se situó en el 3% en el mismo mes. El 7 de marzo, el banco central decidió recortar el principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 12,75%. En Argentina, el PIB registró una expansión del 8,6% con respecto a un año antes en el cuarto trimestre del 2006. La producción industrial siguió siendo sólida en febrero, registrando un incremento interanual del 6,9%. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas, situándose la tasa de inflación interanual en el 9,1% en marzo. En México se mantuvo la atonía del crecimiento de la producción industrial por segundo mes consecutivo (1,4% en tasa interanual en



enero), lo que representa un nuevo indicio de la desaceleración económica en curso. La inflación interanual se elevó ligeramente hasta el 4,2% en marzo.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Pese a que, a principios de marzo registraron cierta volatilidad, los precios del petróleo siguieron subiendo a lo largo del mes y en los primeros días de abril. El aumento de las tensiones geopolíticas, unido a unos márgenes más ajustados de las variables fundamentales y a nuevas interrupciones en las refinerías, desencadenó un acusado incremento de los precios hacia finales de marzo, impulsando los precios del crudo tipo Brent hacia un nuevo máximo anual. Una posterior reducción mundial de las existencias, como consecuencia del decepcionante crecimiento de la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP en comparación con lo previsto anteriormente, el reciente descenso de la producción de la OPEP y el esperado repunte de la demanda en el 2007 en relación con el año pasado siguieron ejerciendo presiones al alza sobre los precios. El 11 de abril, el precio del barril de Brent se situaba en 67 dólares estadounidenses, aproximadamente un 11% por encima del nivel observado a principios de año. Dado que la capacidad excedente a lo largo del proceso de producción sigue siendo limitada, es probable que, a corto plazo, los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados y sigan siendo sensibles a variaciones imprevistas de los márgenes de oferta y demanda y a la evolución del entorno geopolítico.

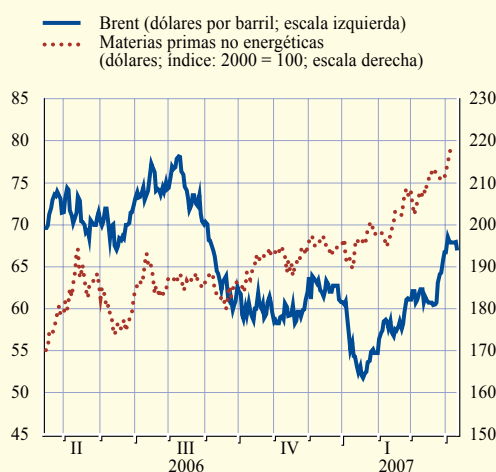
Los precios de las materias primas no energéticas volvieron a incrementarse en marzo, a pesar del ligero descenso observado hacia finales del mes. El incremento tuvo su origen, principalmente, en la subida de los metales no ferrosos. El índice agregado de los precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) siguió registrando nuevos máximos y se situó, en marzo, aproximadamente un 30% 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. A pesar de que el ritmo de la expansión se ha moderado hasta cierto punto en algunos países, es probable que la desaceleración económica a escala mundial siga siendo relativamente limitada. En febrero, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE registró un ligero retroceso en las principales economías. Al mismo tiempo, los indicadores correspondientes de las grandes economías emergentes apuntan a una sólida expansión en China.

Los riesgos para las perspectivas de la economía mundial siguen siendo, en general, a la baja y guardan relación, fundamentalmente, 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.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En febrero del 2007, la tasa de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 10%, la tasa más elevada registrada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Este nuevo fortalecimiento de la evolución de M3 fue consecuencia de las considerables entradas de capital en la zona del euro, que influyeron en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. No obstante, el intenso crecimiento del crédito continuó siendo el factor que más contribuyó al alto nivel de crecimiento interanual de este agregado monetario. El pronunciado endeudamiento del sector privado es reflejo de unos tipos de interés aún moderados en la zona del euro y de la actual fortaleza de la actividad económica. Desde una perspectiva de medio a largo plazo apropiada, la evolución más reciente confirma la opinión de que la tasa subyacente de expansión del agregado monetario amplio en la zona sigue siendo vigorosa. Se dispone de evidencia de que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han causado un impacto sobre la dinámica monetaria, pero esto todavía no ha dado lugar a una desaceleración de la dinámica de M3 en su conjunto.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

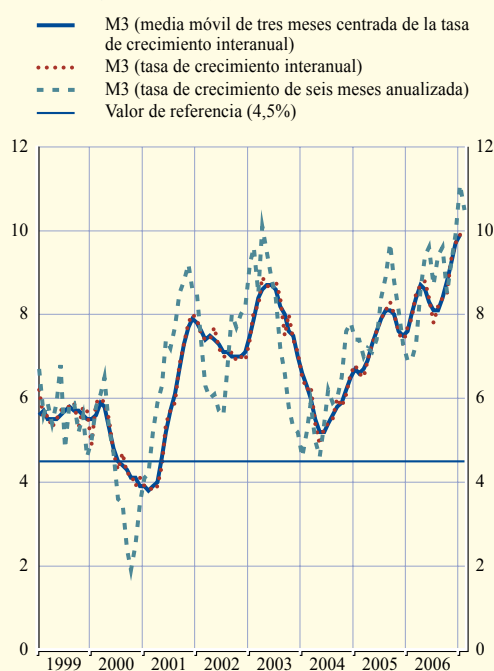
En febrero del 2007, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 10%, desde el 9,9% del mes precedente. Esta tasa de dos dígitos ha sido la más elevada desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. El persistente e intenso crecimiento interanual se debe, en gran parte, a una sucesión de pronunciadas tasas de crecimiento intermensual en los cuatro meses anteriores, que han hecho que la tasa de crecimiento de seis meses anualizada se mantenga en dos dígitos (véase gráfico 4).

Los datos monetarios de febrero confirman, en general, la valoración anterior, concretamente, que el progresivo abandono de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 ha influido en la evolución monetaria. De lado de los componentes, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han dado lugar a una tendencia descendente del crecimiento interanual de M1, mientras que del lado de las contrapartidas, se asocian a la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado desde el segundo semestre del 2006. Al mismo tiempo, el actual aplanamiento de la curva de rendimientos ha aumentado el atractivo de los instrumentos incluidos en M3 con una remuneración próxima a los tipos de interés de mercado a corto plazo, en comparación con otros activos financieros a más largo plazo.

El intenso crecimiento del crédito sigue siendo el factor que más contribuye al elevado nivel de crecimiento de M3, y es reflejo de unos tipos de interés todavía moderados en la zona del euro y de la fortaleza de la actividad económica. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del crecimiento interanual de M3 en los últimos meses se ha visto impulsado, en

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

gran parte, por las abultadas entradas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, posiblemente relacionadas con el hecho de que, últimamente, la valoración de los inversores internacionales de las perspectivas para la zona del euro ha sido más favorable que para otras regiones del mundo. No obstante, si se consideran con más detalle los datos de febrero y el hecho de que se declararon para el final del mes, no puede descartarse que también reflejen una distorsión temporal debida a un aumento de la demanda de activos «más seguros», como consecuencia de los acusados descensos observados en los mercados internacionales de renta variable a finales de febrero.

Adoptando una perspectiva de medio a largo plazo apropiada para valorar las tendencias en el crecimiento monetario y crediticio, la evolución más reciente confirma la opinión de que la tasa subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio de la zona del euro sigue siendo vigorosa. En conjunto, el persistente e intenso crecimiento monetario y crediticio supone que la liquidez, que ya era abundante, haya aumentado de nuevo, lo que apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, particularmente en un entorno de mejora de la actividad económica.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en febrero se debió principalmente al ascenso registrado por la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 – M2; véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo estable en febrero, en el 6,6%, frente al 6,5% de enero, con lo que permaneció algo por debajo del máximo del 11,6% observado en agosto del 2005.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo hasta el 11,6% en febrero, desde el 12% de enero. Esto se debió a que la tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años) no registró variaciones, mientras que los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) continuaron descendiendo. El relativo atractivo de los depósitos a corto plazo puede deberse a su remuneración, que, en líneas generales,

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Ene	2007 Feb
M1	47,2	10,3	9,8	7,6	6,7	6,5	6,6
Efectivo en circulación	7,5	13,3	11,9	11,4	11,1	10,5	10,2
Depósitos a la vista	39,7	9,8	9,5	7,0	5,9	5,8	5,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,2	6,8	8,5	9,5	11,1	12,0	11,6
Depósitos a plazo hasta dos años	18,7	9,8	15,3	19,7	25,3	29,3	29,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,6	4,6	3,8	2,4	1,1	-0,5	-1,4
M2	85,4	8,6	9,2	8,4	8,6	8,9	8,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,6	3,3	5,7	6,4	11,1	16,2	17,6
M3	100,0	7,8	8,6	8,1	9,0	9,9	10,0
Crédito a residentes en la zona del euro		8,8	9,5	9,2	8,8	8,0	7,8
Crédito a las Administraciones Públicas	2,4	1,0	-0,9	-3,1	-4,8	-4,8	-4,1
Préstamos a las Administraciones Públicas	0,8	0,3	-0,6	-0,3	-1,5	-0,8	-0,8
Crédito al sector privado	10,5	11,8	11,9	11,9	11,3	10,7	10,7
Préstamos al sector privado	10,0	11,2	11,2	11,1	10,6	10,3	10,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,6	8,7	8,5	9,0	9,9	9,9

Fuente: BCE.

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

ha seguido la subida de los tipos de interés de mercado a corto plazo y se ha incrementado con relación a la de los depósitos a la vista y la de los depósitos de ahorro a corto plazo. Además, el hecho de que, actualmente, la curva de rendimientos sea plana ayude a explicar el motivo por el que las crecientes brechas entre los instrumentos incluidos en M3 en términos de remuneración han dado lugar a desplazamientos entre distintas categorías de depósitos dentro de este agregado y no a trasvases considerables hacia activos financieros a más largo plazo que no están incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 aumentó hasta el 17,6% en febrero, desde el 16,2% de enero. En particular, la demanda de participaciones en fondos del mercado monetario contribuyó a este nuevo incremento. La intensa demanda de estos instrumentos en los últimos meses es consecuencia de una valoración más bien prudente del atractivo de los fondos de renta fija, de los fondos de renta variable y de los fondos inmobiliarios por parte de los residentes en la zona del euro, y en febrero también puede haberse visto impulsada por los flujos hacia «activos más seguros». La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo continuó siendo muy elevada en febrero, situándose por encima del 50%. Las pronunciadas tasas de crecimiento registradas por este componente pueden estar relacionadas con las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde finales del 2005, ya que este tipo de valores a corto plazo a tipo de interés variable permiten a los inversores beneficiarse de las subidas de los tipos antes del vencimiento del valor.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (depósitos de M3), que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, aumentó ligeramente en febrero. Este incremento se observó en todos los tipos de depósitos, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la demanda de los otros intermediarios financieros no monetarios se redujo en todas las categorías de depósitos, debido, en parte, a efectos de base.

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 10,3% en febrero del 2007, desde el 10,6% de enero, continuando con la tendencia a la baja

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	2007 Ene	2007 Feb
Sociedades no financieras	42,0	9,2	11,0	11,9	13,0	13,2	12,6
Hasta un año	29,5	6,7	8,4	9,2	10,3	9,6	9,0
De uno a cinco años	18,6	11,5	15,8	19,0	20,5	20,8	19,8
Más de cinco años	51,9	10,0	11,0	11,2	12,0	12,7	12,3
Hogares ²⁾	49,0	9,5	9,7	9,3	8,6	8,0	8,0
Crédito al consumo ³⁾	12,8	8,2	8,2	8,5	8,0	7,1	6,5
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,1	11,7	12,0	11,2	10,2	9,4	9,4
Otras finalidades	16,2	2,1	2,1	2,3	2,7	2,9	3,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	32,9	41,2	36,7	29,1	30,5	28,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,0	16,2	19,0	17,3	16,4	11,4	10,8

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.

observada desde octubre del 2006, si bien permaneció en un nivel elevado. La intensa demanda actual de préstamos es reflejo de la actual fortaleza de la actividad económica y de unas condiciones de financiación favorables, en general, en la zona del euro.

El descenso registrado por la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue consecuencia de la moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, que cayó hasta el 12,6%, desde el 13,2% de enero. Esta moderación fue generalizada en todos los plazos de vencimiento. Regularidades históricas sugieren que la demanda de préstamos por parte de las citadas sociedades ha reaccionado a las subidas de los tipos de interés con un desfase superior a la demanda de préstamos por parte de los hogares.

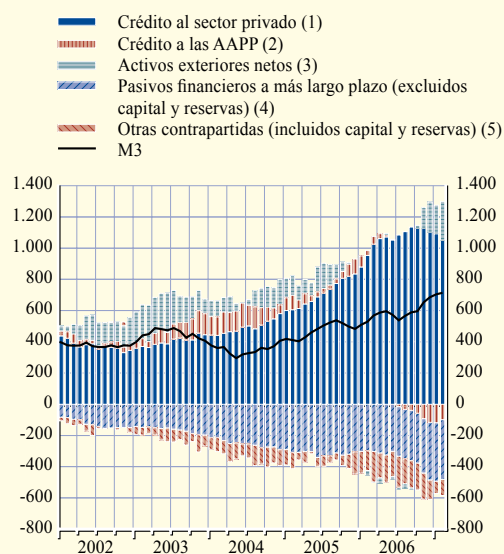
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, que en meses anteriores fueron la causa de la moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado, no se modificó en febrero, en el 8% (véase cuadro 2). El intenso endeudamiento actual de los hogares continuó siendo principalmente atribuible a los préstamos para adquisición de vivienda, a una tasa que se mantuvo estable en febrero, en el 9,4%, habiendo descendido constantemente desde el máximo del 12,1% de marzo del 2006. Es probable que esta tendencia a la baja sea reflejo no sólo de la moderación del crecimiento de los precios de la vivienda y de la actividad de este mercado en algunas economías de la zona del euro en el 2006, sino también del aumento gradual de los tipos de interés aplicados a los préstamos en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo de nuevo en febrero, hasta el 6,5%, desde el 7,1% de enero.

La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a los residentes en la zona del euro se redujo ligeramente en febrero, en comparación con el mes anterior. Este descenso es atribuible a la nueva moderación observada en la demanda de crédito por parte del sector privado en lo que respecta a todos sus componentes, estos es, los préstamos otorgados por las IFM y los valores adquiridos por este sector. En cambio, la tasa de descenso interanual del crédito concedido al sector público fue algo inferior a la del mes precedente y, por ello, el impacto moderador sobre el crecimiento del crédito en su conjunto fue menor (véase el recuadro 1, sobre los cambios recientes en la composición del crecimiento del crédito al sector privado).

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 situó en el 9,9%, en comparación con el 9,8% de enero. Aunque la evolución del crédito sigue explicando el elevado nivel de crecimiento interanual de M3 del lado de las contrapartidas, es en la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM donde tiene su origen la mayor parte del fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de este agregado desde finales del 2006. Los flujos mensuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se situaron en 51 mm de euros en febrero, lo que hizo que los flujos interanuales se incrementaran hasta 249 mm de euros, desde 184 mm de euros de enero (véase gráfico 5). Las cuantiosas entradas observadas

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.

en febrero pueden deberse, en parte, a que los residentes en la zona del euro posiblemente han orientado los flujos hacia «activos más seguros», una reacción asociada a las perturbaciones registradas en los mercados de renta variable internacionales y al creciente interés en activos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. En los últimos meses, este interés ha ido acompañado de un fortalecimiento relativamente generalizado del tipo de cambio del euro frente a las principales divisas.

Resumiendo toda la información procedente de las contrapartidas y los componentes, en febrero, el todavía reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro y la fortaleza de la actividad económica siguieron siendo los principales factores impulsores de la intensa expansión monetaria observada. No obstante, la nueva moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado y la tendencia decreciente de la tasa de crecimiento de los componentes más líquidos de M3 también sugieren que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han influido en la evolución monetaria.

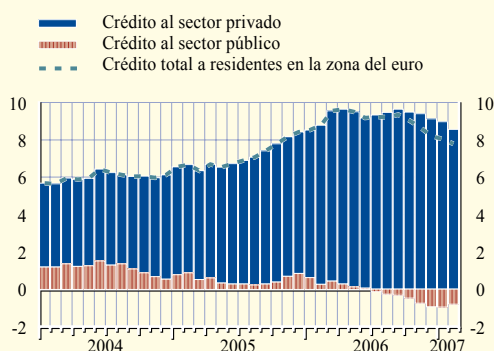
Recuadro I

CAMBIOS RECIENTES EN LA COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO CONCEDIDO A LOS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

El crédito concedido a los residentes en la zona del euro por las instituciones financieras monetarias es la contrapartida más importante del agregado monetario amplio M3. Entre sus destinatarios se incluyen el sector público y el sector privado. Las IFM otorgan crédito mediante la concesión de préstamos a otras entidades y mediante la adquisición de valores emitidos por estas otras entidades, ya sea en forma de valores de renta fija (esto es, valores distintos de acciones) o de acciones y otras participaciones. La importancia relativa de estas modalidades diferentes de crédito de las IFM puede variar en el tiempo en respuesta a factores de la oferta y la demanda, y también a factores coyunturales y estructurales. En este recuadro se consideran los cambios recientes en la composición del crecimiento del crédito total concedido por las IFM y los valora a la vista de su evolución a más largo plazo.

Gráfico A Detalle del crecimiento del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro

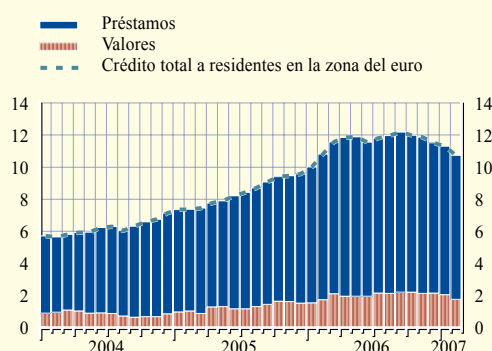
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico B Detalle del crecimiento del crédito de las IFM al sector privado por instrumentos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

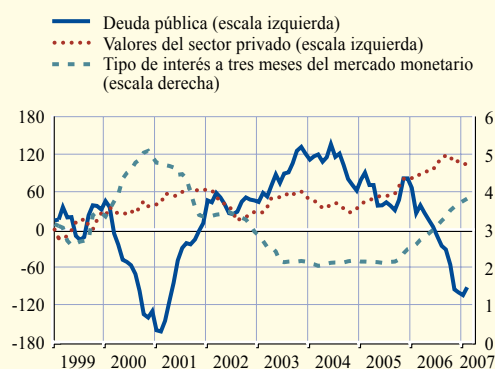


Fuente: BCE.

Nota: El término valores incluye «valores distintos de acciones» y «acciones y otras participaciones».

Gráfico C Adquisiciones de valores distintos de acciones por parte de las IFM y tipo de interés de mercado a corto plazo

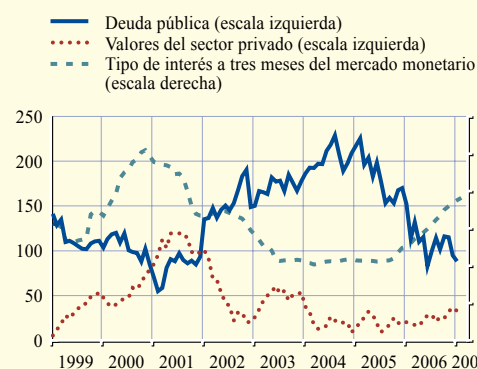
(flujos interanuales en mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Gráfico D Emisión neta de valores distintos de acciones y tipo de interés de mercado a corto plazo

(flujos interanuales en mm de euros; en porcentaje)



Fuente: BCE.

La mayor parte del crecimiento observado en el crédito total concedido a los residentes en la zona del euro se explica por la expansión del crédito al sector privado (véase gráfico A) y, más concretamente, por el crecimiento de los préstamos a este sector (véase gráfico B). Sin embargo, centrarse únicamente en el crecimiento de los préstamos puede ocultar una evolución interesante, desde el punto de vista económico, de otras categorías de crédito de las IFM menos importantes. Por ejemplo, el gráfico A muestra que la contribución del crédito otorgado al sector público a la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a residentes en la zona del euro se ha reducido de manera constante desde finales del 2005, e incluso se tornó negativa en el segundo semestre del 2006. En cambio, el crecimiento del crédito total se mantuvo estable, en general, hasta el otoño del 2006. En septiembre de ese año, la contribución del crédito otorgado al sector privado también empezó a reducirse.

En el gráfico B se muestra que esta caída se debió, en gran medida, a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos, mientras que las adquisiciones de valores del sector privado por parte de las IFM se han mantenido estables, en general, desde la primavera del 2006. En este período, estas adquisiciones contribuyeron con unos 2 puntos porcentuales, en promedio, a la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado del 12%, de los que aproximadamente 1 punto porcentual correspondió a los valores distintos de acciones y otro punto porcentual a las acciones y otras participaciones.

Un factor que probablemente haya influido en la evolución relativa de las distintas modalidades de crédito en los últimos trimestres es la subida de los tipos de interés oficiales del BCE desde finales del 2005. Del lado del pasivo del balance de las IFM, el abandono progresivo de la orientación acomodaticia de la política monetaria ha dado lugar a un desplazamiento desde los depósitos a la vista hacia depósitos a corto plazo mejor remunerados. Del lado del activo, la demanda de préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo de interés más largos por parte del sector privado ha aumentado, ya que el ascenso registrado por los tipos aplicados a estos préstamos ha sido menor que el de los préstamos con períodos iniciales de fijación más cortos. En conjunto, es probable que estas operaciones de reestructuración hayan causado un efecto moderador sobre los márgenes que las IFM obtienen como consecuencia de la canalización de depósitos hacia el crédito, y esto ha podido dar lugar a que este sector reestructure sus carteras de créditos trasvasando activos del sector público al sector privado y, dentro

de este último, de préstamos a valores. En conjunto, esto conduce a un mayor porcentaje de activos que ofrecen mejores rendimientos, pero también la exposición a diversos tipos de riesgo.

Si se considera con más detalle la evolución relativa de las adquisiciones de valores de los sectores público y privado por parte de las IFM, el gráfico C muestra que ésta ha sido divergente desde que los tipos de interés de mercado a corto plazo empezaron a subir. A finales del 2005, los flujos interanuales de estas dos modalidades de crédito eran prácticamente de la misma magnitud. Posteriormente, las IFM han comprado un número creciente de valores del sector privado, bastante por encima de los niveles observados en años anteriores, al mismo tiempo que han reducido considerablemente sus tenencias de deuda pública. En febrero del 2007, los flujos interanuales de las adquisiciones netas de valores del sector privado por parte de las IFM se situaron en 100 mm de euros, aproximadamente, mientras que el valor de las ventas y las amortizaciones netas de deuda pública fue el mismo. El gráfico C también indica que anteriormente pudo haberse producido una reestructuración de carteras similar, cuando el endurecimiento de la política monetaria de los años 1999-2000 dio lugar a que los flujos interanuales de las adquisiciones de valores de los sectores público y privado por parte de las IFM se movieran en direcciones opuestas.

Si se comparan los dos períodos de tipos de interés en alza, la recuperación de las adquisiciones de valores del sector privado por parte de las IFM ha sido mayor en el período transcurrido desde finales del 2005 que en los años 1999-2000. Es posible que esta evolución guarde relación con la elevada actividad crediticia de las IFM frente al sector privado en el primer período aludido, que pueden haber agotado la exposición al riesgo de este sector que las IFM estaban dispuestas o eran capaces de asumir. A este respecto es interesante observar que en el período más reciente se ha registrado un intenso crecimiento de los préstamos y una fuerte acumulación de valores del sector privado por parte de las IFM. Desde una perspectiva cíclica, la reestructuración desde préstamos a valores distintos de acciones observada en los últimos meses en el activo del balance de las IFM puede ser parte del proceso de transmisión en el que las IFM conceden préstamos puente con el fin de cubrir el período que transcurre hasta la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras. Sin embargo, desde una perspectiva más estructural, la capacidad de las IFM para sostener un fuerte crecimiento del crédito puede reflejar una menor exposición al riesgo en sus actuales carteras de préstamos si estas instituciones han trasvasado parte de su riesgo de crédito a otros sectores mediante la titulización sintética¹.

El aumento de las adquisiciones netas de valores del sector privado por parte de las IFM y el aumento de las ventas y amortizaciones de deuda pública desde finales del 2005 también podría ser reflejo de la disponibilidad relativa de este tipo de valores. En el gráfico D se muestra que los flujos interanuales de la emisión neta de deuda pública han disminuido en los dos últimos años, debido, entre otras cosas, a la recuperación del ciclo económico y la consiguiente mejora de las finanzas públicas, aunque, no obstante, se han mantenido positivos. Si las IFM hubiesen querido mantener un porcentaje determinado de deuda pública en sus carteras de créditos, ello no se habría visto obstaculizado por una política emisora restrictiva. Por el contrario, las sustanciales adquisiciones de valores del sector privado por las IFM desde finales del 2005 se han producido en un entorno en el que la emisión de valores distintos de acciones del sector privado se ha mantenido relativamente moderada. Por consiguiente, las estadísticas de emisiones no sugieren que la reducción de las tenencias de deuda pública y el aumento de las adquisiciones de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM sean reflejo, principalmente, de las condiciones de la oferta de este tipo de valores.

¹ Para más información sobre estas dos clases de titulización, véase el recuadro 1, titulado «El impacto de la titulización de préstamos de las IFM sobre el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005.

En resumen, parece que los cambios observados últimamente en la composición del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro en el período transcurrido desde finales del 2005 pueden haber estado impulsados por la reacción de este sector a las modificaciones de los tipos de interés y por su deseo de reestructurar sus carteras de créditos en favor de activos con mejores rendimientos, pero también con diferentes clases de riesgo.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La emisión de valores por parte de residentes en la zona del euro siguió aumentando a una tasa elevada en enero del 2007, sin variaciones con respecto al mes precedente. Esta evolución fue reflejo del persistente e intenso crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias, mientras que la tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras se redujo. La emisión de acciones cotizadas continuó siendo relativamente moderada, debido, en parte, a las numerosas operaciones de recompra de acciones por las citadas sociedades.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 8% en enero del 2007, sin variaciones con respecto al mes anterior (véase cuadro 3). Ese mes, la tasa de crecimiento de estos valores a tipo de interés variable continuó siendo considerablemente más elevada que la de los valores a tipo de interés fijo. De este modo, parece que los emisores siguieron satisfaciendo la intensa demanda de valores a tipo de interés variable, en un contexto con una curva de rendimientos relativamente plana. En cuanto a la estructura de vencimientos de la emisión de valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de la emisión a corto plazo se incrementó hasta el 5,8%, mientras que la emisión de valores a largo plazo no experimentó variaciones y se situó en el 8,2% entre diciembre del 2006 y enero del 2007.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Ene	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2006 Dic	2007 Ene
Valores distintos de acciones:	11.205	7,5	7,4	7,1	8,0	8,0	8,0
IFM	4.635	9,0	9,2	8,4	9,8	10,2	10,5
Instituciones financieras no monetarias	1.169	25,5	26,5	26,7	28,9	26,6	26,7
Sociedades no financieras	646	3,2	3,4	4,2	4,8	6,0	5,3
Administraciones Públicas	4.755	3,8	3,1	2,9	2,9	2,6	2,3
De las cuales:							
Administración Central	4.450	3,3	2,6	2,4	2,5	2,2	2,0
Otras Administraciones Públicas	306	11,8	11,4	11,7	9,0	7,8	7,3
Acciones cotizadas:	6.311	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0
IFM	1.111	1,2	1,5	1,8	2,0	2,4	2,1
Instituciones financieras no monetarias	639	3,5	2,2	1,5	1,1	0,8	0,8
Sociedades no financieras	4.560	0,9	0,9	1,1	0,8	0,8	0,8

Fuente: BCE.

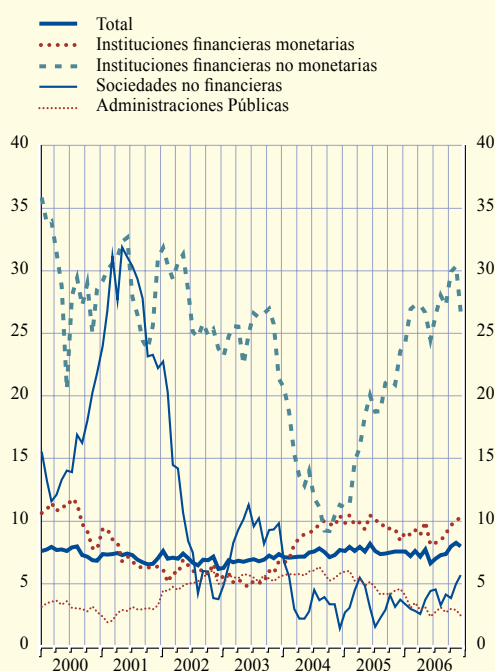
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continúa siendo inferior a las tasas de crecimiento observadas para los valores emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias. La tasa de crecimiento registró un descenso, hasta el 5,3%, entre diciembre del 2006 y enero del 2007, interrumpiendo la tendencia al alza observada desde agosto del 2006 (véase gráfico 7). Esta evolución es acorde con la sustitución parcial de la emisión de valores distintos de acciones por préstamos bancarios para hacer frente a las necesidades de financiación de las sociedades no financieras. En consonancia con esta imagen, en enero del 2007, la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras registró un récord. En términos de estructura de vencimientos, ese mes, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se situó en el 6,3% en el caso de los valores a largo plazo, prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente, mientras que la tasa de crecimiento de los valores a corto plazo fue próxima a cero.

En enero del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó de nuevo, aunque ligeramente, hasta el 10,5%, desde el 10,2% de diciembre del 2006, lo que sugiere que las entidades de crédito continúan captando fondos para hacer frente a la considerable demanda atribuible al 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 se debió al pronunciado aumento de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, mientras que la de la emisión de valores a largo plazo sólo se elevó ligeramente, desde el 9,5% de diciembre hasta el 9,7% de enero (véase recuadro 2).

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

(tasas de crecimiento interanual)

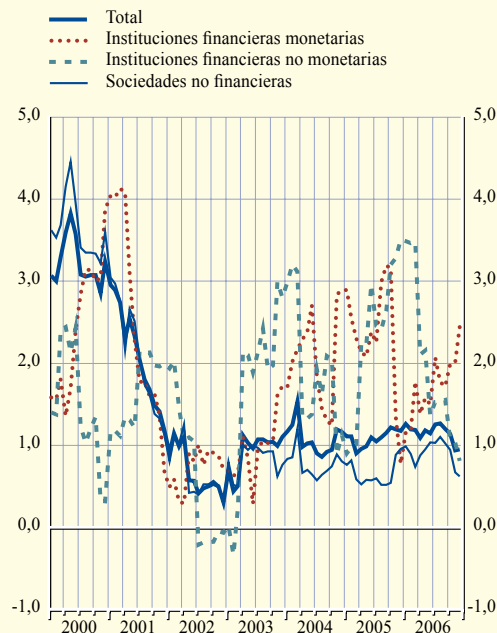


Fuente: BCE.

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

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se situó en el 26,7% en enero, sin variaciones con respecto al mes precedente. Aunque, en conjunto, la tasa de crecimiento continúa siendo considerablemente más elevada que la de los demás sectores, ha mostrado una tendencia descendente desde noviembre del 2006, lo que puede ser atribuible a la moderación observada en el número de operaciones de fusión y adquisición, que disminuyeron a finales del 2006, en comparación con el primer semestre de ese año.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se redujo ligeramente, hasta el 2,3% en enero, desde el 2,6% de diciembre. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central continuó siendo relativamente moderada, del 2% en enero, mientras que el crecimiento de las emisiones de otras Administraciones Públicas, que se situó en una tasa interanual del 7,3%, continuó siendo considerablemente más intensa, a pesar de seguir una senda descendente con respecto al máximo registrado en agosto del 2006.

Recuadro 2

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES A LARGO PLAZO EMITIDOS POR LAS IFM DESDE COMIENZOS DE LOS AÑOS NOVENTA

Desde el año 1992, los valores distintos de acciones emitidos por las IFM han venido experimentando un fuerte crecimiento, que ha alcanzado una tasa media interanual cercana al 8%. Las IFM son el segundo grupo más importante de emisores de este tipo de deuda en la zona del euro. En efecto, las emisiones de las IFM representaban más del 40% de los valores distintos de acciones, por valor de 11,2 billones de euros, en circulación a finales de enero del 2007, y se situaban justo detrás de las realizadas por las Administraciones Públicas, que constituían el 42%. Los valores distintos de acciones a corto plazo, en muchos casos estrechamente relacionados con los depósitos bancarios, están incluidos en el agregado monetario amplio M3 del BCE¹. Sin embargo, la mayor parte de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, que representan cerca del 90% del saldo vivo total, son bonos y obligaciones con vencimiento original a largo plazo².

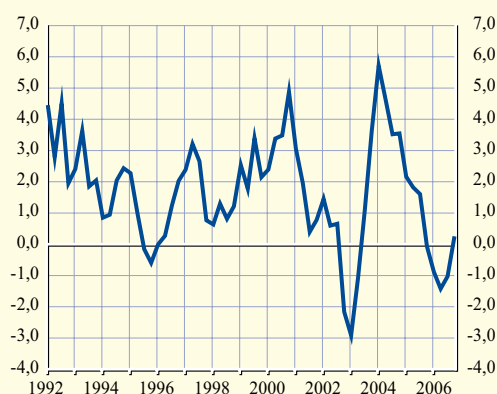
En este recuadro se analizan los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM, con objeto de entender el motivo por el que las entidades de crédito, cuya actividad principal se centra en prestar los fondos que reciben en forma de depósitos del público en general, emiten esta clase de instrumentos. La emisión de valores distintos de acciones por las entidades de crédito puede afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, el acceso a la financiación concedida por las entidades de crédito puede tener implicaciones para la oferta de crédito y, por ende, para las condiciones en las que los hogares y las sociedades no financieras pueden obtener financiación bancaria.

1 Más concretamente, los valores distintos de acciones emitidos por las IFM con un plazo a la emisión de hasta dos años están incluidos en M3 si están en manos del sector tenedor de dinero. Ésta es la definición de «corto plazo» utilizada en las estadísticas de partidas del balance del Eurosistema. Sin embargo, en este recuadro se utilizan las estadísticas de emisiones de valores del Eurosistema, en las que el corto plazo se refiere a los valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (excepcionalmente, inferior o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión más largo, o con fechas de vencimiento optativas, siendo la última a más de un año, o con fechas de vencimiento indefinidas, se clasifican como valores a largo plazo.

2 Los valores distintos de acciones a largo plazo están incluidos en un análisis más amplio de los pasivos financieros a largo plazo de las IFM (véase el recuadro 1, titulado «Evolución reciente de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM», en el Boletín Mensual de junio del 2006). También cabe señalar que el crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM está sometido a importantes fluctuaciones. En particular, el crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM con un plazo a la emisión de hasta dos años en manos del sector tenedor de dinero (incluidos en M3) ha aumentado de forma significativa en los últimos meses (véase el recuadro 1, titulado «Evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3», en el Boletín Mensual de enero del 2007).

Gráfico A Crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM en relación con otras clases de financiación

(en puntos porcentuales)

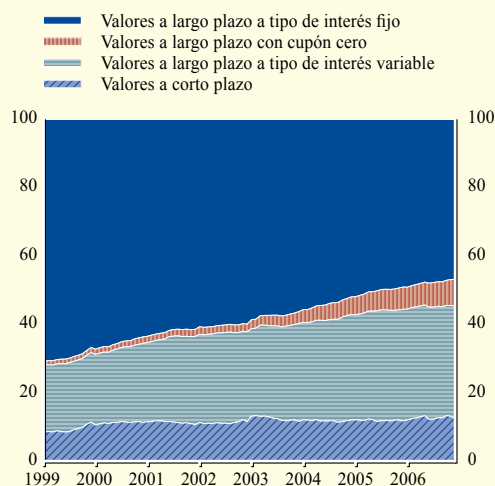


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico ilustra el diferencial entre el crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM y el crecimiento de la suma de los depósitos de residentes distintos de IFM y de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM. Los datos del primer trimestre del 2007 corresponden a enero de ese año.

Gráfico B Saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las IFM

(en porcentaje del total)



Fuente: BCE.

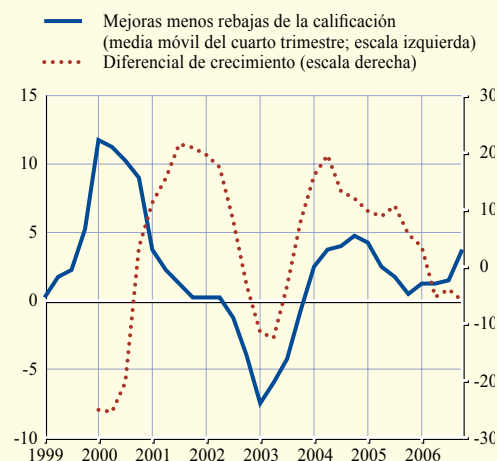
Valores distintos de acciones a largo plazo como fuente de financiación

El crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo parece estar relacionado con tres aspectos básicos de la necesidad de financiación de las entidades de crédito. En primer lugar, los balances de las entidades de crédito se han ampliado, en general, rápidamente en los últimos años, debido, en gran parte, al vigoroso crecimiento del crédito al sector privado. En este contexto, las IFM han recurrido a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo para financiar el crédito que no se financiaba mediante depósitos y valores distintos de acciones a corto plazo.

En segundo lugar, mientras que los depósitos de residentes distintos de IFM y los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM siguen siendo la principal fuente de financiación de estas instituciones, los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM han sido la fuente de financiación que ha crecido más rápidamente en la mayor parte del tiempo desde el año 1992 (véase gráfico A). El descenso relativo del peso de los depósitos en la financiación bancaria puede ser, en parte, consecuencia del hecho de que los hogares están confiando cada vez más la gestión de sus ahorros a inversores institucionales, ante la reducción de los tipos de interés y la expansión de los planes de pensiones privados en el contexto del envejecimiento de la población. Los datos de las cuentas financieras indican que, de los activos financieros en manos de intermediarios financieros, la proporción correspondiente a las IFM (efectivo y depósitos) ha disminuido 4 puntos porcentuales desde finales de 1997, mientras que tanto el porcentaje correspondiente a los fondos de inversión como el de las empresas de seguros y fondos de pensiones (reservas técnicas de seguros) han aumentado, en un total de 5 puntos porcentuales. Las entidades de crédito pueden haberse visto impulsadas a diversificar sus fuentes de financiación mediante la emisión de bonos y obligaciones a largo plazo, ante el aumento de las inversiones financieras en productos no bancarios, unido a la ampliación de los balances de estas entidades, en un contexto de favorables oportunidades de crédito.

Gráfico C Mejoras menos rebajas de la calificación de las instituciones financieras de la zona del euro

(puntos porcentuales; números)



Fuentes: BCE y Moody's Credit Trends.

Nota: El diferencial de crecimiento se calcula como la diferencia entre el crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable emitidos por las IFM menos el crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por estas instituciones.

En tercer lugar, como cualquier empresa, las entidades de crédito captan fondos para financiar sus operaciones de fusiones y adquisiciones. Si bien la introducción del euro ha influido notablemente en el desarrollo de los mercados de renta fija privada en general³, no parece que la moneda única haya tenido una incidencia directa y permanente sobre la emisión de valores distintos de acciones por las IFM⁴.

¿Qué clases de valores distintos de acciones emiten las entidades de crédito?

Las tasas generales de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM pueden ocultar diferencias en las clases de valores distintos de acciones emitidos por las entidades de crédito, que utilizan diversas combinaciones de plazos y tipos de interés. Si se consideran las diferentes clases de valores distintos de acciones, en particular los valores a largo plazo a tipo de interés fijo, los valores a largo plazo a tipo de interés variable y los valores a corto plazo, se puede comprender mejor los factores determinantes de la

emisión de valores distintos de acciones, de cuyo desglose se dispone a partir de enero de 1999 (diciembre de 1998, para los saldos vivos).

Las entidades de crédito emiten valores distintos de acciones a largo plazo sobre todo a tipos de interés a largo plazo (es decir, fijos o con cupón cero), lo que refleja la importancia de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief en varios países de la zona del euro. Al mismo tiempo, la importancia de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipos de interés a corto plazo (es decir, variables) ha crecido considerablemente en los últimos años. Se observa también que las entidades de crédito pueden haber intentado igualar más el activo y el pasivo de su balance, posiblemente con vistas a la aplicación de Basilea II. El gráfico B muestra que (i) existe una clara tendencia hacia un mayor peso de los tipos de interés a corto plazo, y (ii) que ello se está produciendo a expensas de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, dado que la proporción de valores distintos de acciones a corto plazo se ha mantenido prácticamente estable.

La progresión de esta doble tendencia en la financiación bancaria puede estar relacionada, en parte, con cambios en la solvencia de las entidades de crédito. El nivel de solvencia puede afectar al vencimiento de los fondos captados por las entidades de crédito a tipos de interés a corto plazo. Una característica fundamental es que la emisión a tipo de interés variable tiende a disminuir cuando aumenta la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, y viceversa. Esta relación negativa puede sugerir que las entidades de crédito emiten valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de

3 Comisión Europea (2002), «Bond market integration in the EU», The EU economy: 2002 review, European Economy n.º 6; de Bondt, G. J. (2007), «The role of the euro on the corporate bond markets in the euro area», Journal of Financial Transformation, vol. 19, 14-19.

4 De Bondt, G. J. y J. Lichtenberger (2004), «Empirical estimates of the impact of the euro on the corporate bond market in the euro area», Applied Economics Letters, 11, 675-678.

interés variable en sustitución de los valores distintos de acciones a corto plazo. Esta práctica les permite ahorrar los costes de transacción que se derivan de las constantes renovaciones de la deuda a corto plazo. Sin embargo, la capacidad de las entidades de crédito para realizar este ahorro puede depender de su solvencia, dado que los plazos más largos suponen, para los inversores en bonos, una mayor duración de la exposición al riesgo. En el gráfico C, el mayor peso de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable en relación con los valores distintos de acciones a corto plazo se refleja en un diferencial de crecimiento positivo entre ambos en la mayor parte del período transcurrido desde el 2000. El gráfico sugiere que el riesgo de crédito puede influir efectivamente, en el sentido de que la emisión por las entidades de crédito de instrumentos a tipo de interés variable experimenta una desaceleración (en relación con los valores distintos de acciones a corto plazo), ante un deterioro de la solvencia de las entidades, y viceversa.

En resumen, parece que los mercados de capitales son una importante fuente de financiación para las IFM, como complemento de los depósitos. Ello es particularmente válido en épocas de fuerte crecimiento tanto del crédito como del recurso a inversores institucionales para la gestión del ahorro de los hogares. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable por las IFM puede haber sido impulsada por la búsqueda de una mayor correspondencia entre el activo y el pasivo, posiblemente con vistas a la aplicación de Basilea II, y por la sustitución de los valores distintos de acciones a corto plazo, que permite a las entidades de crédito ahorrar los costes de transacción si su nivel de solvencia es satisfactorio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1% en enero, ligeramente inferior a la tasa registrada en diciembre. Esto fue consecuencia de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras monetarias, que se situó en el 2,1% en enero, en comparación con el 2,4% del mes precedente (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias se mantuvo invariable, en el 0,8%, para ambos sectores. Aunque la emisión bruta por parte de las sociedades no financieras, que constituye la mayor parte de la emisión bruta total, se ha recuperado ligeramente desde finales del 2005, la emisión neta continúa siendo moderada, lo que puede deberse al todavía elevado porcentaje de operaciones de recompra de acciones y a la suspensión de la cotización como consecuencia de las operaciones de absorción y de las operaciones de recompra de empresas con apalancamiento financiero.

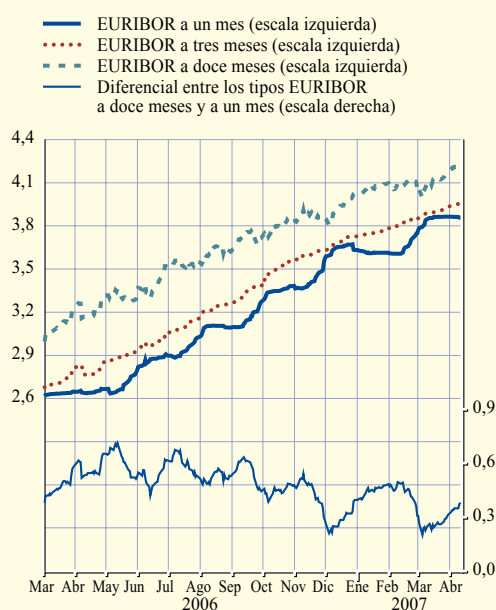
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron a todos los plazos en marzo y principios de abril del 2007, y los mayores ascensos se observaron en los tipos a más largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación durante el mes.

En el período comprendido entre principios de marzo y el 11 de abril de 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, observándose los incrementos más pronunciados en los plazos más largos de la curva de rendimientos. En comparación con los niveles de comienzos de marzo, los tipos de interés a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses aumentaron 5, 9, 12 y 18 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 3,86%, el 3,96%, el 4,08% y el 4,24% el 11 de abril del 2007. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes ascendió de 24 puntos básicos, a principios de marzo, a 38 puntos básicos el 11 de abril de 2007 (véase gráfico 8).

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

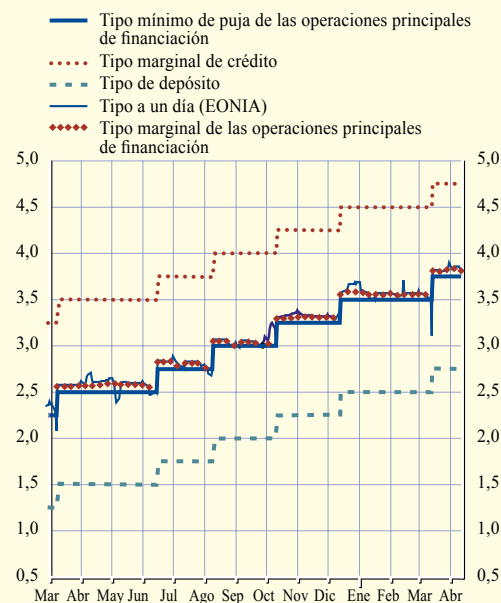
(en porcentaje; datos diarios)



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.

Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2007 se situaban en el 4,14%, el 4,25% y el 4,29%, respectivamente, el 11 de abril. En comparación con los niveles observados a principios de marzo, esto supuso unos incrementos de 14, 22 y 28 puntos básicos, respectivamente.

El 8 de marzo de 2007, el Consejo de Gobierno incrementó 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se fijó en el 3,75% a partir de la operación liquidada el 14 de marzo. Hacia finales del período de mantenimiento de reservas que terminó el 13 de marzo, el EONIA descendió, ya que la percepción de los participantes en el mercado era que la situación de liquidez era relativamente holgada. La magnitud del superávit de liquidez previsto tanto por el BCE como por los participantes en el mercado al final del período de mantenimiento puso de manifiesto que sería necesario realizar una operación de absorción de liquidez el 13 de marzo, lo que el BCE hizo lanzando una operación de este tipo por importe de 10,5 mm de euros, en la que los participantes en el mercado sólo ofrecieron 2,3 mm de euros. En consecuencia, la insuficiencia de pujas causó un notable impacto sobre el tipo a un día, y el EONIA terminó el período de mantenimiento en el 3,11% (véase gráfico 9). En las primeras semanas del nuevo período de mantenimiento, que finalizó el 17 de abril, el EONIA se mantuvo estable, en el 3,81%-3,82%, esto es, 6-7 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. El 30 de marzo, el EONIA se elevó hasta el 3,90%, debido a los efectos de fin de trimestre, y los primeros días de abril permaneció ligeramente por encima de los niveles observados a principios del período de mantenimiento, como consecuencia de la aproximación del fin de semana de Pascua. Posteriormente, el EONIA se redujo ligeramente, y el 11 de abril se situaba en el 3,83%.

En el período de mantenimiento que comenzó el 14 de marzo, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvieron estables, en general. Se proporcionó liquidez a un tipo marginal del 3,80%-3,83% y a un tipo medio ponderado del 3,81%-

3,83%. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 28 de marzo de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaban en el 3,87%. Estos tipos de las subastas eran 4 puntos básicos inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

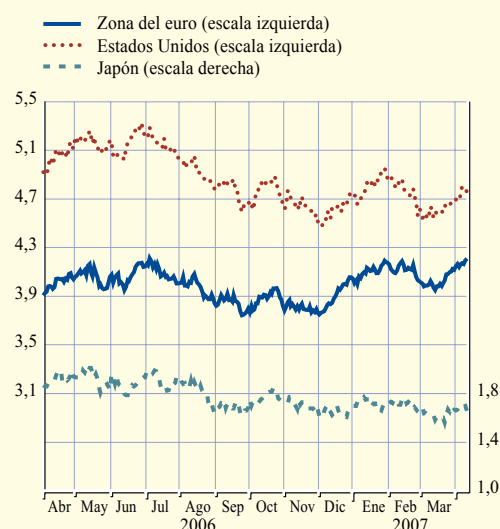
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En general, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los principales mercados en marzo y a comienzos de abril. En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo volvió a elevarse, tras el descenso registrado durante la perturbación que afectó a los mercados internacionales de renta variable a finales de febrero y principios de marzo. En particular, el rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentó en el período considerado, probable reflejo de la percepción por parte de los participantes en el mercado de perspectivas algo más favorables para la economía de la zona. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo disminuyeron ligeramente en la zona del euro.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se elevó, de forma generalizada, en los principales mercados de renta fija en marzo y a comienzos de abril. Al principio de ese período, el rendimiento de la deuda pública siguió disminuyendo, tras la recesión observada en los mercados de renta variable a partir de finales de febrero, con desplazamientos de fondos hacia estos activos, considerados más seguros (véase gráfico 10). Sin embargo, posteriormente, cuando la calma volvió a los mercados financieros y cuando los mercados bursátiles se recuperaron gradualmente de las pérdidas sufridas anteriormente, también el rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a repuntar. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó, en ambos casos, en torno a unos 20 puntos básicos entre finales de febrero y el 11 de abril de 2007, fecha en la que se situó en el 4,2% y el 4,8%, respectivamente. En consecuencia, el diferencial entre el

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

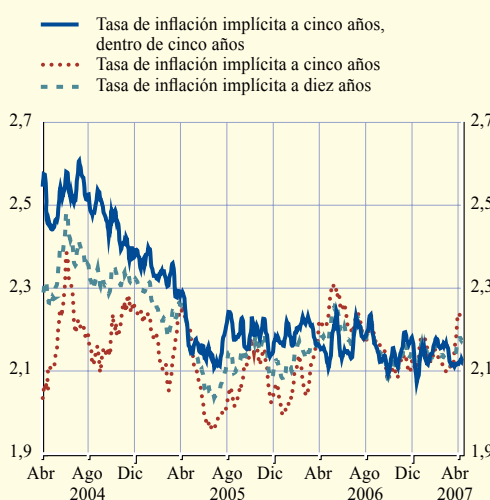


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 11 Tasas de inflación implícitas de cupón cero

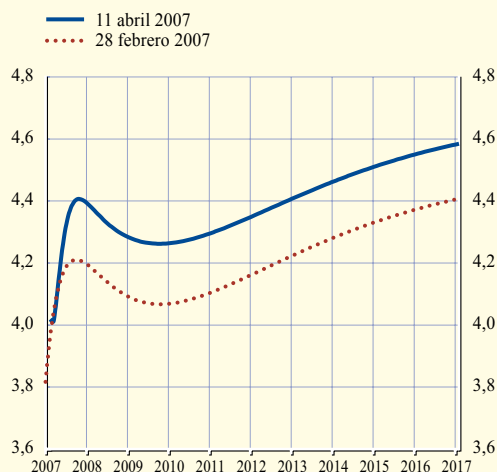
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

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

rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro no experimentó cambios en el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años apenas registró variaciones, en comparación con finales de febrero, manteniéndose en torno al 1,7% el 11 de abril. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo ligeramente en los tres principales mercados. En contraste con la zona del euro y Japón, en Estados Unidos la volatilidad implícita permaneció en un nivel elevado, en comparación con la situación anterior a la reciente perturbación, lo que podría apuntar a una creciente incertidumbre por parte de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas futuras de la economía y de los tipos de interés estadounidenses.

En Estados Unidos, el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo fue reflejo, en gran medida, del incremento de las tasas de inflación implícitas a largo plazo, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo, medidos por el rendimiento de los bonos indicados con la inflación, se mantuvieron en general estables en el período examinado. El 11 de abril, la tasa

de inflación implícita obtenida de los bonos con vencimiento en el 2015 se situó en torno al 2,5%, unos 10 puntos básicos por encima del nivel de finales de febrero. La decisión de mantener el tipo de interés de los fondos federales en el 5,25%, adoptada el 22 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, fue seguida por una ligera elevación del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo.

En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo aumentó en marzo y a principios de abril, generalmente en línea con la evolución de los mercados internacionales. La elevación de los tipos de interés nominales a largo plazo de la zona del euro estuvo acompañada por un incremento del rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación, mientras que las tasas de inflación implícitas permanecieron prácticamente estables. Ello sugiere que los participantes en el mercado mantienen expectativas muy favorables respecto a la actividad económica de la zona del euro, en particular tras la publicación de indicadores de clima empresarial y de datos de producción industrial mejores de lo previsto para algunos países.

Las tasas de inflación implícitas a largo plazo mostraron escasas variaciones 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, descendió ligeramente, situándose en torno al 2,1% el 11 de abril (véase gráfico 11).

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en todos los plazos entre finales de febrero y comienzos de abril (véase gráfico 12). Es probable que este desplazamiento se debiera, en parte, a las mejores expectativas de los inversores acerca de la economía de la zona y a un aumento de las primas por plazo en todos los vencimientos, posible reflejo de la compensación exigida más por los riesgos de tipos de interés reales que por los riesgos de inflación, ya que los segundos tienden en general a fluctuar mucho menos que los primeros, según los modelos de estimación (véase recuadro 3).

Recuadro 3

PRIMA DE RIESGO DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO Y PRIMA DE RIESGO DE INFLACIÓN EN EL MERCADO DE RENTA FIJA DE LA ZONA DEL EURO

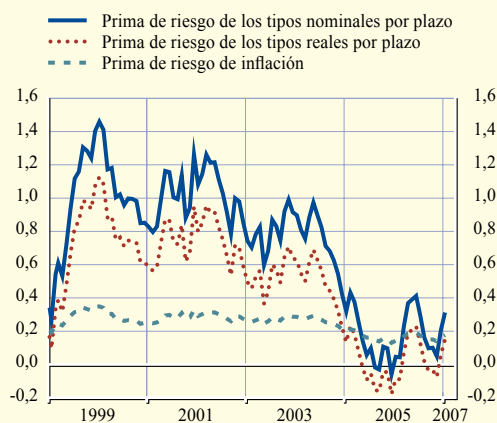
Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro han permanecido en niveles relativamente reducidos, en consonancia con la evolución de los mercados internacionales de renta fija. Al mismo tiempo, la curva de rendimientos de la zona se ha aplanado considerablemente, a lo que también ha contribuido el abandono gradual de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE a partir de diciembre del 2005. Se dispone de sólida evidencia de que unos tipos de interés a largo plazo bajos y unas curvas de rendimientos planas en la zona del euro y en otras economías son reflejo, en gran parte, de unos niveles muy reducidos de las primas de riesgo implícitas en los tipos a largo plazo. Por ejemplo, en el Boletín Mensual de diciembre de 2006 se mostraba que la estructura temporal de las primas de riesgo por plazo de los tipos nominales o primas, estimadas a partir de un modelo de estructura temporal sin arbitraje para la zona del euro, que había sido relativamente pronunciada a principios del 2004, casi se había aplanado, situándose en un nivel muy reducido, a finales del 2006¹.

En este recuadro se presentan los resultados de una versión ampliada de este modelo, que proporciona una descomposición de las primas de riesgo por plazo de los tipos nominales en una parte que compensa a los inversores por los riesgos de los tipos de interés reales, la prima de riesgo por plazo de los tipos reales, y otra que compensa el riesgo de inflación, denominada prima de riesgo de inflación².

El gráfico muestra que desde la introducción del euro en enero de 1999, la evolución de las primas (de riesgo de los tipos de interés nominales) por plazo a diez años ha estado determinada, en gran medida, por las fluctuaciones de la prima de riesgo por plazo de los tipos reales, mientras que la prima de riesgo de inflación se ha mantenido relativamente estable y en niveles reducidos en ese período. En particular, la pronunciada caída de la prima de riesgo por plazo de los tipos nominales entre mediados del 2004 y el segundo semestre del 2005 estuvo acompañada de un descenso casi paralelo de su componente real. Esto, a su vez, respalda la hipótesis de que la evolución que condujo a un rendimiento muy bajo de los bonos a largo plazo estuvo impulsada principalmente por algunos factores especiales que influyeron en las «primas de riesgo por plazo de los tipos reales» en el mercado internacional de renta fija, como una mayor demanda de bonos de los inversores institucionales relacionada con cambios en el marco regulador y con factores demográficos, con la acumulación de reservas exteriores por parte de los bancos centrales asiáticos, y con la inversión

Descomposición de la prima de riesgo de los tipos nominales por plazo a diez años

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

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

2 Este modelo es similar al desarrollado por Kim y Wright para Estados Unidos. Véase, Kim, D.H. y J.H. Wright: «An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates», Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, Finance and Economics Discussion Series 2005-33, 2005.

de los extraordinarios beneficios procedentes de las subidas de los precios del petróleo por parte los países exportadores de esta materia prima³.

Según las estimaciones del modelo, las fluctuaciones típicas de la prima de riesgo de inflación estimada parecen bastante moderadas, una trayectoria acorde con la estabilidad observada en la evolución de las tasas de inflación implícitas a largo plazo, que reflejan las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores y una prima de riesgo de inflación. Por consiguiente, parece que los participantes en el mercado otorgan un grado elevado de credibilidad al objetivo de estabilidad de precios del BCE, y consideran que proporciona un ancla sólida para las expectativas de inflación de los inversores.

Las variaciones de la prima de riesgo de inflación estimada en los últimos años parecen insignificantes en comparación con las fluctuaciones relativamente pronunciadas de las primas de riesgo por plazo de los tipos de interés nominales y reales. Sin embargo, se ha de subrayar que la estimación de las primas por plazo, y aún más la descomposición en estimaciones de la prima de riesgo del tipo real y de la prima de inflación están sometidas a considerable incertidumbre relacionada con la brevedad de la muestra de datos disponible, con la dificultad de especificar un modelo econométrico adecuado, y con la incertidumbre general de las estimaciones asociada a tal modelo.

3 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2005.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En enero del 2007, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron con su tendencia al alza, aunque se mantuvieron en un nivel relativamente reducido. Los incrementos más pronunciados correspondieron a los tipos aplicados a los préstamos a los hogares y a los depósitos mantenidos por este sector.

En enero del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se incrementaron, en general, en comparación con el mes precedente, una evolución acorde con los tipos de interés del mercado monetario correspondientes (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Entre finales de diciembre y finales de enero, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo a hogares para consumo y para adquisición de vivienda volvieron a experimentar un aumento considerable, de 14 y 11 puntos básicos, respectivamente. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación hasta un año registraron un ascenso de 7 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y un descenso de 5 puntos básicos en lo que respecta a los préstamos por importe superior a un millón de euros.

Si se considera un período más prolongado, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, que registró un retardo a principios del 2006, tras el inicio del ciclo alcista, se ha recuperado en los últimos meses. Entre septiembre del 2005 y enero del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 161 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación hasta un año se elevaron unos 135 puntos básicos. En cambio, los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a corto plazo a hogares para consumo sólo han aumentado 82 puntos básicos desde septiembre del 2005, posiblemente como consecuencia de la creciente competencia en este segmento de mercado y, de este modo continúan reaccionando con menos intensidad a las condiciones cíclicas del mercado.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta Ene 2007 ²⁾		
	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 Dic	2007 Ene	2006 Jun	2006 Sep	2006 Dic
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	3,26	3,33	77	46	7
A plazo a más de dos años	2,18	2,43	2,57	2,68	2,84	2,94	37	26	10
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,97	1,98	2,03	2,26	2,37	2,38	35	12	1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,30	2,37	2,52	2,68	2,86	2,97	45	29	11
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	1,03	1,15	1,23	1,36	1,53	1,59	36	23	6
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,26	2,48	2,70	2,98	3,47	3,49	79	51	2
A plazo a más de dos años	3,55	3,34	3,23	3,70	4,04	4,10	87	40	6
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	7,65	7,79	64	-10	14
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	4,54	4,65	63	34	11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,03	4,23	4,51	4,63	4,55	4,58	7	-5	3
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,14	5,30	5,46	5,69	5,82	5,90	44	21	8
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	5,08	5,15	68	41	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,10	4,19	4,40	4,59	4,67	4,63	23	4	-4
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	4,49	4,44	70	42	-5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	3,98	4,22	4,26	4,48	4,63	4,70	44	22	7
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,47	2,72	2,99	3,34	3,68	3,75	76	41	7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,80	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	47	32	15
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,07	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	24	32	19

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.

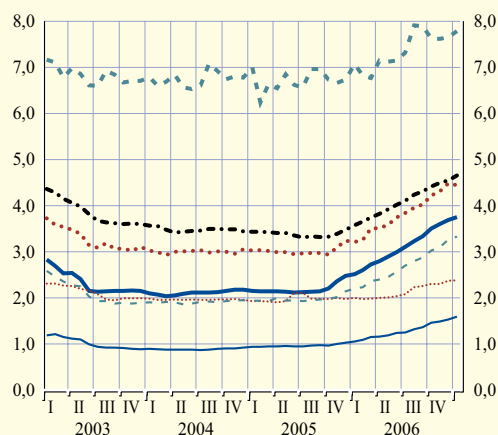
En enero del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron 10 y 6 puntos básicos, respectivamente, en comparación con el mes precedente (véanse cuadro 4 y gráfico 14), ligeramente por debajo del aumento del rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años.

Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares permanecieron estables, en general. Sólo en el caso de los préstamos por importes más elevados aumentaron ligeramente los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 14).

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



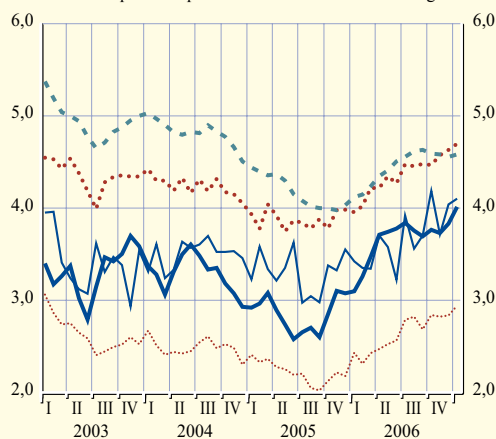
Fuente: BCE.

1) Para el periodo 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 periodo 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



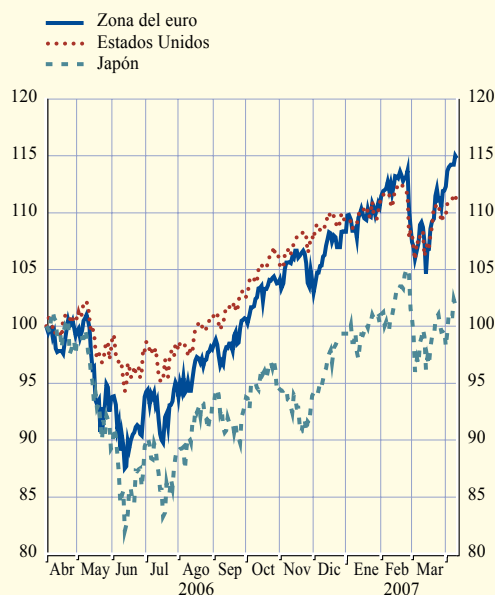
Fuente: BCE.

1) Para el periodo 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 periodo 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.

En el caso de los tipos de interés a largo plazo, la transmisión de las subidas de los tipos de interés desde septiembre del 2005 todavía presenta un retardo. El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro aumentó 142 puntos básicos entre septiembre del 2005 y enero del 2007. En ese mismo periodo, los tipos aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares únicamente se incrementaron 92 puntos básicos. En cuanto a los tipos de los préstamos y créditos, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con un periodo inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años, sólo se elevaron 58 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con un periodo inicial de fijación de más de cinco años, los tipos aplicados por las citadas instituciones aumentaron de 57 a 82 puntos básicos, dependiendo del importe de los préstamos. La transmisión más bien lenta a los tipos de interés a largo plazo de los préstamos es acorde con la experiencia histórica y puede deberse a la incertidumbre en torno a la magnitud y la dirección de las variaciones de los tipos de interés a largo plazo. Además, la mayor competencia puede haber favorecido la reducción de los diferenciales bancarios.

Gráfico 15 Índices bursátiles

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

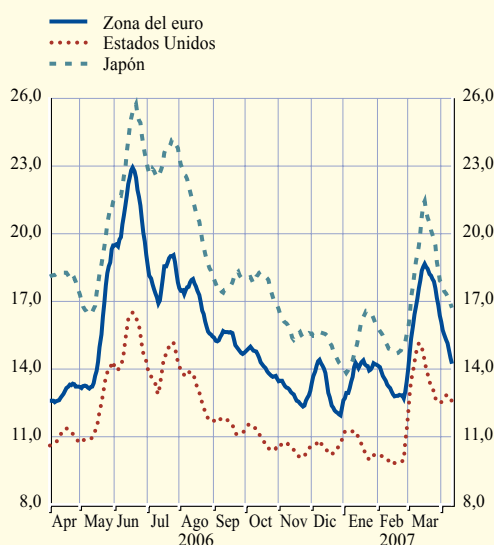


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un 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.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tras la fuerte caída registrada en los mercados internacionales a finales de febrero y comienzos de marzo, las cotizaciones bursátiles experimentaron un repunte gradual, cuando la calma volvió a los mercados. A principios de abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se situaron en niveles notablemente más altos que los observados a finales de febrero. Después de alcanzar cotas máximas durante la perturbación que afectó recientemente a los mercados, la aversión al riesgo y la incertidumbre de los inversores parecieron disminuir, en un contexto favorable para los mercados de renta variable, especialmente en la zona del euro.

Los índices bursátiles amplios de los principales mercados experimentaron pronunciadas fluctuaciones en marzo y a comienzos de abril del 2007, ya que descendieron en la primera parte del período considerado, a raíz de la turbulencia observada en los mercados bursátiles internacionales, y repuntaron posteriormente (véase gráfico 15). En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard and Poor's 500, ganaron un 6% y un 2%, respectivamente, entre finales de febrero y el 11 de abril. En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, registraron escasos cambios durante el período analizado. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo en todos los principales mercados. Así pues, a comienzos de abril, la incertidumbre de los mercados internacionales de renta variable volvió a niveles próximos a los observados antes de finales de febrero (véase gráfico 16).

Las subidas relativamente pequeñas registradas por las cotizaciones bursátiles estadounidenses fueron reflejo, en gran medida, de la normalización de la situación de los mercados, en comparación con finales de febrero. Además, puede haber influido favorablemente en los precios de las acciones el hecho de que el crecimiento anual observado de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se mantuvo prácticamente estable, en torno al 14%, en relación con febrero. Al mismo tiempo, según datos del sector privado, el crecimiento de los beneficios a doce meses vista, esperado por los analistas, aumentó hasta cerca del 8% en marzo del 2007, interrumpiendo la tendencia descendente observada desde julio del 2006.

El aumento más acusado que registraron las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante el período examinado parece haber sido determinado, en particular, por la publicación de datos más favorables de lo previsto sobre el clima empresarial y la producción industrial de algunos países, resultado, probablemente, de la percepción por parte de los inversores de mejores perspectivas de beneficios para las empresas cotizadas. Según datos del sector privado, en marzo del 2007 los analistas de los mercados de valores 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 interanual de los beneficios observados de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvieron en un nivel elevado, en torno al 17%, en marzo del 2007, pese a experimentar un descenso de 2 puntos porcentuales en relación con el mes anterior. En línea con la evolución de los mercados internacionales, también pudieron contribuir al repunte de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro la mayor tolerancia al riesgo de los inversores y su menor incertidumbre, reflejo de la percepción de que se había tratado de una turbulencia de corta duración.

La volatilidad implícita de la zona del euro descendió unos 3 puntos porcentuales durante el período considerado, señal de que había disminuido la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones. Así, a comienzos de abril del 2007 la incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro había vuelto a niveles relativamente reducidos en términos históricos. En el recuadro 4 se analiza la evolución reciente de la incertidumbre de los mercados bursátiles utilizando distribuciones implícitas en las opciones.

Recuadro 4

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE DE LOS MERCADOS BURSÁTILES UTILIZANDO LAS DISTRIBUCIONES IMPLÍCITAS EN LAS OPCIONES

Tras un largo período de volatilidad relativamente reducida y de constante aumento de los precios de las acciones, a finales de febrero del 2007 los mercados bursátiles mundiales se vieron repentinamente sometidos a una fuerte presión vendedora. El 27 de febrero, los índices amplios Dow Jones EURO STOXX de la zona del euro y Standard & Poor's 500 de Estados Unidos cayeron un 3% y un 3,5%, respectivamente. Existen señales de que la perturbación que afectó a los mercados de valores fue reflejo de un brusco y acentuado aumento, a escala mundial, de la aversión al riesgo y de la incertidumbre, que llevó a los inversores a realizar, de forma generalizada, los beneficios obtenidos como consecuencia de las fuertes revalorizaciones acumuladas en meses anteriores. Sin embargo, después de un breve período de estabilización de los precios en niveles más bajos, en la segunda mitad de marzo y a comienzos de abril los mercados bursátiles mundiales se recuperaron, en gran medida, de las pérdidas sufridas anteriormente. Pese a su limitado impacto, es importante analizar la evolución de la percepción del riesgo por parte de los inversores durante ese episodio.

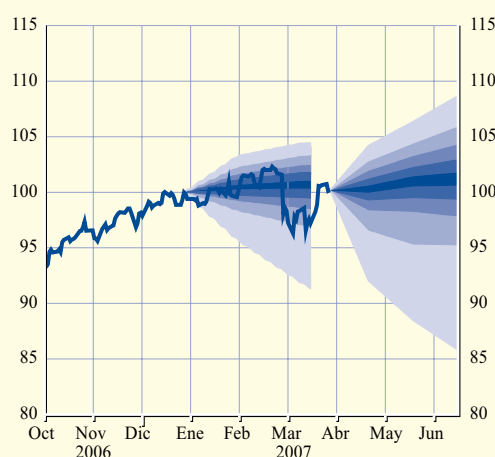
Los precios de las opciones contienen datos útiles sobre la percepción del riesgo por parte de los inversores. En particular, la estimación de lo que se conoce como distribuciones implícitas en las opciones permite determinar la probabilidad que los inversores atribuyen a la posible evolución futura de las cotizaciones bursátiles. En este recuadro se aplican las distribuciones implícitas en las opciones a la reciente perturbación de los mercados de valores, a fin de examinar con más detalle dos aspectos distintos. En primer lugar, se intenta evaluar la medida en que los inversores consideraron la perturbación de febrero como un acontecimiento extremo. En segundo lugar, se analiza si, tras la corrección de los mercados de valores, hubo un cambio de opinión de los inversores respecto a la posibilidad de que las cotizaciones bursátiles estadounidenses experimenten fuertes fluctuaciones en el futuro. El análisis se aplica al mercado estadounidense, dado que el índice Standard & Poor's 500 incluye una gama suficientemente amplia de opciones negociadas.

Una opción, por ejemplo de compra, puede considerarse como una apuesta de que, en el futuro, el activo subyacente superará en algún momento un determinado nivel. Combinando la información relativa a varias opciones que contemplan una ganancia en distintos niveles del activo subyacente, se puede deducir la gama completa de probabilidades que los inversores atribuyen a todas las posibles evoluciones futuras de los precios de las acciones. Estas probabilidades se suelen conocer como distribuciones implícitas en las opciones. Varias estadísticas y aplicaciones interesantes pueden derivarse de estas distribuciones. En primer lugar, las distribuciones pueden revelar potenciales asimetrías y, por tanto, los riesgos que los mercados pueden percibir respecto a la evolución futura de los precios de los activos. En segundo lugar, comparando la forma de las funciones de densidad implícitas en las opciones, antes y después de un determinado acontecimiento, es posible determinar con mayor precisión la manera en que este acontecimiento ha contribuido a cambiar la opinión de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura¹.

Además, utilizando las distribuciones basadas en opciones con distintos plazos de vencimiento, se puede trazar un «gráfico en abanico» que refleje la percepción de los mercados respecto a la distribución de la evolución futura de los precios de las acciones. Se han elaborado dos gráficos en abanico con datos de opciones del índice Standard & Poor's 500 negociadas en el Chicago Mercantile Exchange. En uno de los gráficos se utilizan datos de finales de diciembre del 2006 y, en el otro, datos de finales de marzo del 2007, junto con los resultados del índice Standard & Poor's 500. Estos gráficos en abanico se basan en opciones con vencimiento a un mes, dos meses y tres meses, respectivamente. Cada «abanico» está compuesto por nueve intervalos, cada uno de los cuales corresponde

Distribuciones implícitas en las opciones del índice Standard & Poor's 500

(índice: 27 diciembre 2006 = 100; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los gráficos en abanico corresponden al 27 de diciembre de 2006 y al 29 de marzo de 2007 y representan la distribución implícita de la evolución futura de los precios de las acciones en los próximos dos meses y medio.

¹ Para un análisis de la aplicación de este método a las reacciones de los mercados bursátiles a los atentados terroristas del 11 de septiembre, véase Andersson M. y M. Lomakka, «Evaluating implied RNDs by some new confidence interval estimation techniques», *Journal of Banking and Finance*, 2005, pp. 1535-1557. Véase también un gráfico en abanico del EURIBOR a tres meses en el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo del 2000.

a 10 puntos del porcentaje total de probabilidad de la distribución implícita en la opción para las posibles evoluciones futuras de los precios de las acciones percibidas por los participantes en el mercado. Los pares sucesivos de intervalos cubren el 90% de la distribución de probabilidad. El sombreado de cada intervalo varía en función de su valor o de la «altura» que alcance la función de distribución de probabilidad en el mismo, siendo así que el intervalo central más oscuro corresponde al acontecimiento más probable. A medida que se alarga el horizonte temporal, los intervalos se ensanchan, señalando un aumento de la incertidumbre respecto a plazos más lejanos².

Tres características interesantes pueden deducirse del gráfico. En primer lugar, aunque la caída de las cotizaciones bursátiles estadounidenses fue relativamente acusada a finales de febrero, los precios no se salieron del intervalo de confianza del 90% derivado de la distribución implícita en las opciones obtenida dos meses antes. De hecho, sólo durante unos pocos días a finales de febrero y principios de marzo las cotizaciones bursátiles estadounidenses se movieron dentro del intervalo inferior externo, que corresponde a una probabilidad del 5% al 15%. Ello sugiere que, a finales de diciembre del 2006, los inversores estimaban que existía aproximadamente una probabilidad sobre diez de que se produjese una corrección de los precios de las acciones tan pronunciada como la que se había efectivamente observado. En segundo lugar, el gráfico en abanico obtenido de las opciones de finales de marzo es más amplio que el derivado de las opciones de finales del 2006, lo que sugiere que los participantes en el mercado han considerado recientemente que existe una mayor probabilidad de que el mercado bursátil se vuelva más volátil. En tercer lugar, a juzgar por la asimetría de los dos gráficos en abanico en los dos momentos considerados, los mercados parecen haber percibido que son más probables fuertes descensos de los precios de las acciones que aumentos de la misma magnitud. Esta asimetría fue más acentuada en el gráfico en abanico de marzo que en el de finales de diciembre del 2006. Como consecuencia de esta reevaluación, a finales de marzo los participantes en el mercado consideraban que un descenso de los precios de las acciones tan acusado como el observado en febrero era algo más probable que tres meses antes.

2 Para más información sobre la interpretación de los gráficos en abanico, véase Clews, R., N. Panigirtzoglou y J. Proudman, «Recent developments in extracting information from option markets», Quarterly Bulletin, Bank of England, febrero del 2000.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se elevó al 1,9% en marzo del 2007, desde el 1,8% registrado en los dos primeros meses del año, como consecuencia, posiblemente, del aumento de los precios de la energía. Los precios industriales y las encuestas de opinión siguen sugiriendo la presencia de presiones alcistas sobre los precios en las fases siguientes de la cadena de producción, mientras que se mantiene la contención de las presiones salariales. De cara al futuro, pese al reciente incremento de los precios del petróleo, se espera que la inflación medida por el índice general descienda en los próximos meses, debido a efectos de base favorables, aunque es probable que vuelva a elevarse hacia finales de año, como resultado de efectos de base desfavorables. Posteriormente, la inflación oscilará, previsiblemente, en torno al 2%, pero estas perspectivas están sujetas a riesgos alcistas, especialmente relacionados con la posibilidad de que los costes laborales se vean sometidos a presiones mayores de lo esperado, lo que requerirá un estrecho seguimiento de la evolución salarial.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE MARZO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se elevó al 1,9% en marzo del 2007 (véase cuadro 5), desde el 1,8% de enero y febrero. Aunque sólo se dispondrá del detalle del IAPC de marzo a mediados de abril, el aumento de la inflación medida por el índice general parece haber sido consecuencia, principalmente, del incremento de los precios de la energía, provocado por la subida de los precios del petróleo.

El precio del barril de Brent ha subido más de un 20% desde finales de enero. Durante el mismo período, los precios de la gasolina han aumentado incluso más, en casi el 30%. Esta evolución refleja un repunte del margen del refino de gasolina, es decir, la diferencia entre los precios del crudo y de la gasolina. El margen del refino se mantuvo cercano a cero entre octubre del 2006 y enero del 2007, pero ascendió hasta más de 10 dólares por barril en marzo del 2007 (véase gráfico 17), reflejo, en cierta medida, de su «normalización» respecto a los niveles mínimos registrados anteriormente. El aumento puede estar también relacionado con las mayores tensiones observadas en el mercado de la gasolina, debido a varios factores, como mantenimiento de refinerías, fallos de producción y problemas con los oleoductos. Tal y como se explica con más detalle en el recuadro 5 del Boletín Mensual de noviembre del 2006, los precios de consumo de la energía pueden sufrir el impacto no sólo de las variaciones de los precios del crudo sino también de las del margen del refino.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

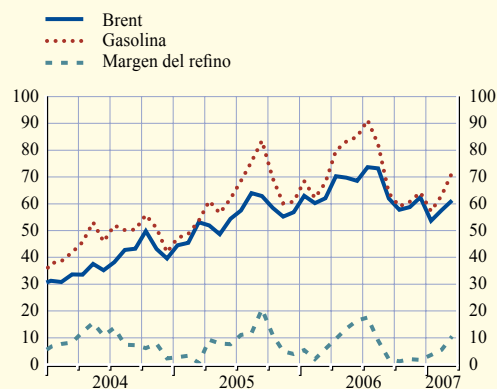
	2005	2006	2006 Oct	2006 Nov	2006 Dic	2007 Ene	2007 Feb	2007 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9
Energía	10,1	7,7	-0,5	2,1	2,9	0,9	0,8	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	4,2	4,4	3,7	3,7	2,8	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	1,1	.
Servicios	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	2,3	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	4,0	4,3	4,1	3,1	2,9	.
Precios del petróleo (euros/barril)	44,6	52,9	47,6	46,7	47,4	42,2	44,9	47,3
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	28,7	22,9	17,7	15,6	13,9	17,6

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

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

Gráfico 17 Precios del petróleo

(dólares/barril; datos mensuales)



Fuentes: US Energy Information Administration, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras corresponden al precio al contado del Brent negociado en el Intercontinental Exchange y al de la gasolina normal negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en Amberes, Rotterdam y Amsterdam. El margen del refino se calcula como la diferencia entre el precio del Brent y el precio de la gasolina.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA FEBRERO DEL 2007

La estabilización, en el 1,8%, de la tasa de inflación medida por el IAPC general de febrero ocultó movimientos compensatorios, con una menor contribución de los componentes más volátiles (energía y alimentos no elaborados) y una mayor aportación de los componentes menos volátiles.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó ligeramente en febrero, hasta el 0,8%, como consecuencia de un leve efecto de base. En tasa intermensual, los precios de la energía siguieron subiendo, tras el aumento de los precios del petróleo. Los precios de los alimentos no elaborados descendieron en febrero en relación con enero, como resultado, posiblemente, del invierno relativamente suave observado en toda Europa, lo que, unido a un efecto de base, provocó un marcado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, hasta el 2,8% de febrero, el nivel más bajo registrado desde junio del 2006 (véase gráfico 18).

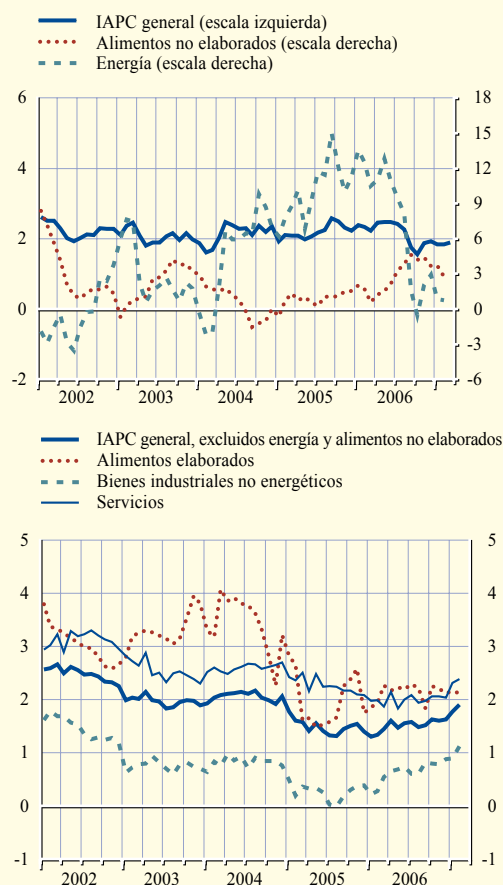
Por lo que se refiere a los componentes menos volátiles del IAPC, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se elevaron en febrero, hasta el 1,1% y el 2,4%, respectivamente. Ello se debió, en gran parte, a un efecto retardado adicional del ajuste al alza de los precios de consumo observado en Alemania, tras el aumento del IVA llevado a cabo en ese país en enero del 2007. En el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos, esta evolución fue reflejo del ajuste al alza de los precios, tras las rebajas de invierno de la zona del euro. En consecuencia, pese al ligero descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, volvió a elevarse, hasta situarse en el 1,9% en febrero, en comparación con el 1,8% registrado en enero y el 1,5%-1,6% observado en la mayor parte de los años 2005 y 2006. Este incremento refleja, en gran medida, el impacto del aumento del IVA alemán, pero también algunas presiones alcistas sobre los precios, resultantes del alza de los costes de los bienes intermedios y de la mayor capacidad de fijación de precios, tal y como se deduce de la evolución relativamente vigorosa de los precios industriales.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En febrero del 2007, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se redujo levemente, hasta el 2,9% (véase gráfico 19), manteniendo la tendencia descendente observada desde agosto del 2006. Nuevamente, esta última reducción fue debida, en gran parte, al descenso del componente energético, como consecuencia de un efecto de base. Aunque la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó también ligeramente en febrero, permaneció en un nivel relativamente alto (5,9%). Esta tasa de variación refleja, en buena medida, la presión de los precios de las materias primas industriales, así como el impacto de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

Gráfico 18 Desagregación del IAPC por principales componentes

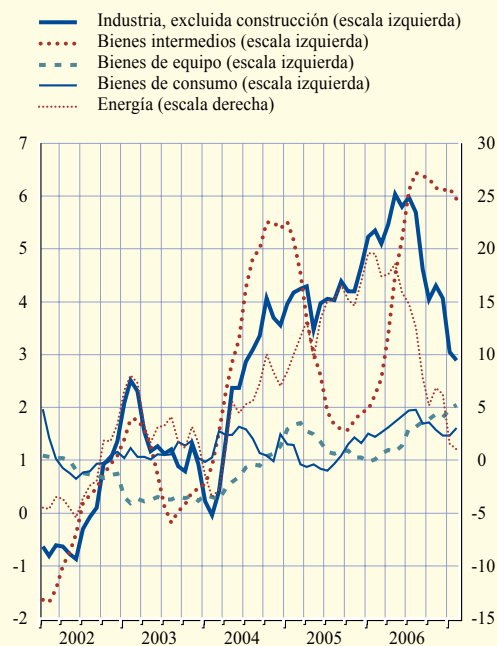
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 19 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En contraste con los precios de la energía y de los bienes intermedios, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo aumentaron ligeramente en febrero, hasta el 2,1% y el 1,6%, respectivamente. La tasa de variación

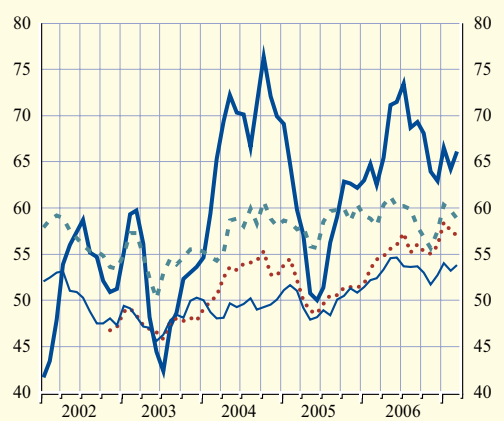
interanual de los precios de los bienes de equipo ha venido mostrando una tendencia al alza desde finales del 2005. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo ascendió, tras haber ido disminuyendo gradualmente desde agosto del 2006, como resultado, principalmente, de la volatilidad de los precios de los alimentos y del tabaco. Si se excluyen estos componentes, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo volvió a repuntar en febrero, hasta el 1,4%, alcanzando el nivel más alto observado desde comienzos del 2002. Esta evolución parece indicar que prosigue la transmisión de los anteriores aumentos de los precios de las materias primas en las fases siguientes de la cadena de producción.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de las encuestas sugieren también que siguen existiendo fuertes presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y servicios (véase gráfico 20). Según NTC Economics, el indicador de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero se elevó en marzo del 2007, aunque se mantuvo muy por debajo del máximo registrado a mediados del 2006, debido, fundamentalmente, al descenso de los precios de la energía. No obstante, en opinión de los encuestados, las subidas de los precios de las materias primas y de los bienes intermedios del sector manufacturero continúan siendo el factor determinante de los altos costes de los bienes intermedios. El indicador de precios de producción del sector manufacturero disminuyó ligeramente, aunque permanece en un nivel cercano al máximo histórico alcanzado en enero del 2007, señal de que las empresas van teniendo una mayor capacidad de fijación de precios. En el

Gráfico 20 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

— Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
 Sector manufacturero; precios cobrados
 - - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
 — Sector servicios; precios cobrados



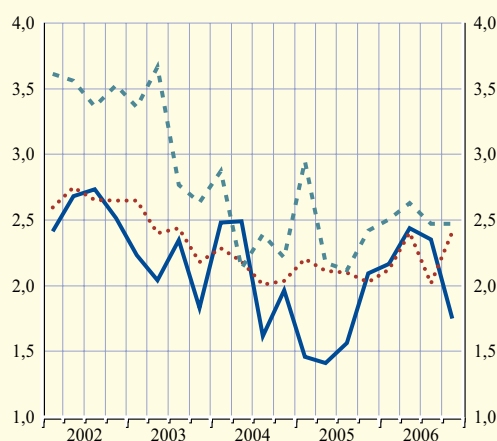
Fuente: NTC Economics.

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.

Gráfico 21 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Remuneración por asalariado
 Salarios negociados
 - - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

sector servicios, el indicador de precios de los bienes intermedios descendió levemente en marzo, por segundo mes consecutivo. Los encuestados consideran que esta reducción refleja, en parte, el menor impacto de las subidas de precios derivadas de la elevación del IVA llevada a cabo en Alemania en el mes de enero. Sin embargo, el indicador se sitúa todavía en un nivel históricamente bastante alto, debido a los elevados precios de la energía y al incremento de los costes salariales. Los precios de producción del sector servicios han ascendido ligeramente, reflejo de la voluntad de los proveedores de servicios de trasladar el aumento de los costes.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro disminuyó de forma acusada, hasta el 1,8%, desde el 2,4% del trimestre anterior (véanse cuadro 6 y gráfico 21).

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

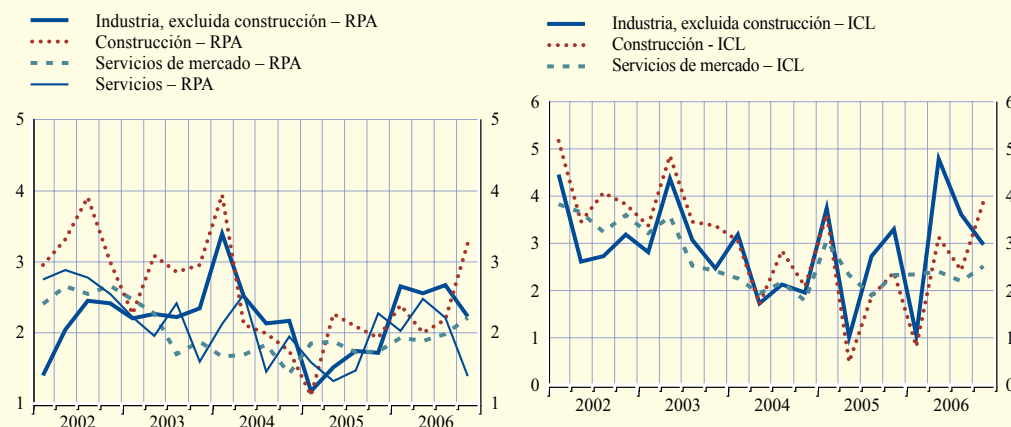
	2005	2006	2005 IV	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV
Salarios negociados	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Costes laborales totales por hora	2,4	2,5	2,4	2,5	2,6	2,5	2,5
Remuneración por asalariado	1,6	2,2	2,1	2,2	2,4	2,4	1,8
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,7	1,4	1,1	1,2	1,4	1,2	1,8
Costes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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Gráfico 22 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.

Este descenso, se debió, en gran medida, a una situación transitoria en el sector público italiano. Por el contrario, en el cuarto trimestre del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que no incluye el sector público, se mantuvo en el 2,5%, nivel igual al del tercer trimestre y similar al de los tres primeros trimestres del año. Por otro lado, el crecimiento de los salarios negociados aumentó sensiblemente en el último trimestre del año. Con todo, este incremento fue debido, básicamente, a unos pagos extraordinarios realizados en Alemania, aunque puede reflejar también cierto comportamiento cíclico.

Tras la publicación de los datos anuales de remuneración de varios países, las tasas de crecimiento de la zona del euro correspondientes a los tres primeros trimestres del año fueron revisadas ligeramente al alza. En consecuencia, en el conjunto del 2006, la remuneración por asalariado aumentó un 2,2%, muy por encima de la tasa media anual del 1,6% registrada en el 2005. Sin embargo, este incremento está relacionado, en parte, con un aumento de la jornada laboral, lo que resulta evidente si se compara la evolución de la remuneración por asalariado con la de los costes laborales por hora. Como media anual, los costes laborales por hora se elevaron un 2,5% en el 2006 (lo que refleja también cierta revisión al alza de las tasas de crecimiento interanual de los tres primeros trimestres del 2006 con respecto a cifras anteriores), situándose ligeramente por encima del crecimiento medio observado en los dos años precedentes. También se registró una leve tendencia al alza, en comparación con el 2005, en el crecimiento de los salarios negociados correspondiente al conjunto del año 2006. En general, los indicadores de costes laborales disponibles proporcionan una información que está todavía en consonancia con la valoración de moderado crecimiento salarial en el transcurso del 2006, siempre que se tengan en cuenta los factores específicos que dan lugar a una evolución volátil y divergente.

Por lo que se refiere a la evolución por sectores de la economía, en el cuarto trimestre del 2006 los salarios experimentaron una aceleración en la construcción y los servicios de mercado y una desaceleración en la industria (véase gráfico 22). Sin embargo, en media anual, en la industria los salarios crecieron más que en los servicios de mercado.

No obstante, la moderación salarial observada en el conjunto de la zona del euro reflejó aumentos de los costes laborales relativamente reducidos en algunos países. Por el contrario, varios países de la zona del euro han

registrado una evolución salarial bastante dinámica, por lo que muestran divergencias significativas y bastante persistentes en materia de crecimiento salarial. Dado que el crecimiento de la productividad es relativamente similar en los distintos países, también se han observado entre ellos marcadas diferencias en las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios.

En términos agregados para la zona del euro, el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido moderado en el transcurso del 2006, como consecuencia de la contención salarial y de un importante repunte cíclico del crecimiento de la productividad, especialmente en el último trimestre del 2006. Las moderadas presiones sobre los costes laborales pueden reflejar también el impacto de la globalización y, por tanto, de la fuerte competencia internacional. Sin embargo, a la vista del favorable contexto de crecimiento de la zona del euro y de las tensiones en los mercados de trabajo, sigue existiendo el riesgo de aumento de las presiones salariales, lo que requerirá un estrecho seguimiento de la evolución de los salarios.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC general dependerá, en gran medida, del comportamiento de los precios de la energía. Pese al reciente incremento de los precios del crudo y del petróleo refinado, la inflación medida por el índice general descenderá, probablemente, en los próximos meses, como consecuencia de efectos de base favorables. Sin embargo, se espera que se eleve nuevamente hacia finales de año, como resultado de efectos de base desfavorables. Con toda probabilidad, la inflación volverá posteriormente a oscilar en torno al 2%.

Estas perspectivas de inflación están sujetas a varios riesgos alcistas, relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo e incrementos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, superiores a los anunciados y decididos hasta la fecha. Sin embargo, lo más importante es que unos aumentos salariales más elevados de lo previsto podrían generar importantes riesgos alcistas para las perspectivas de inflación, especialmente en el contexto de la favorable situación de los mercados de trabajo observada en los últimos trimestres.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro registró una fuerte expansión en el cuarto trimestre del 2006, favorecido tanto por factores internos como externos. La información disponible para el primer trimestre del 2007 confirma la moderación prevista de la actividad, que está relacionada, en parte, con el aumento del IVA en Alemania en enero del 2007. No obstante, se espera que la dinámica de crecimiento subyacente mantenga su solidez, lo que queda corroborado por el nivel relativamente elevado de los indicadores procedentes de las encuestas y por las mejoras sostenidas que se han observado en los mercados de trabajo de la zona del euro. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento seguirá siendo intenso. Se considera que los riesgos para estas perspectivas están prácticamente equilibrados en el corto plazo y que son a la baja en el largo plazo.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

El PIB real de la zona del euro creció un 0,9%, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre del 2006, tras una expansión del 0,6% en el tercer trimestre. El crecimiento observado en el cuarto trimestre fue prácticamente generalizado en todos los componentes, internos y externos, del gasto. Tanto la demanda interna como la demanda exterior neta contribuyeron significativamente al crecimiento, mientras que la aportación de la variación de existencias fue negativa (véase gráfico 23). En el ámbito interno, la formación bruta de capital fijo en particular (es decir, la inversión) creció de forma dinámica, hasta el 1,5% en tasa intertrimestral, una revisión al alza conforme a la segunda estimación de las cuentas nacionales realizada por Eurostat. El detalle de la inversión por sectores, que también se puso a disposición del público, junto con la segunda estimación de los datos de contabilidad nacional para el cuarto trimestre, muestra que la fortaleza de la inversión fue generalizada, si bien se apreciaba a una ligera desaceleración en la inversión en vivienda. No obstante, esta desaceleración fue compensada por un crecimiento mayor de la inversión en la construcción no residencial. La revisión al alza de la inversión se vio contrarrestada por un consumo más reducido que en la estimación anterior. En la vertiente exterior, las exportaciones se aceleraron fuertemente, mientras que el crecimiento de las importaciones mantuvo su dinamismo.

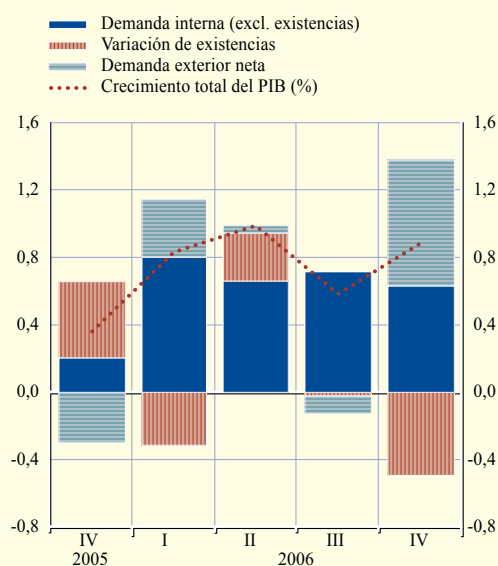
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El crecimiento del valor añadido se fortaleció ligeramente en el cuarto trimestre del 2006, con respecto al tercero. Este crecimiento fue particularmente acusado en la agricultura y en la construcción, como resultado, en parte, de la suavidad de las temperaturas. Sin embargo, el crecimiento del valor añadido en los servicios también se intensificó significativamente, a causa, sobre todo, del comercio y del transporte. Al mismo tiempo, el ritmo de crecimiento en la industria se desaceleró frente al tercer trimestre.

La producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro registró una expansión intertrimestral moderada en el cuarto trimestre del 2006, tras

Gráfico 23 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 24 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

Gráfico 25 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.

un crecimiento más vigoroso en el trimestre anterior (véase gráfico 24). El crecimiento en el cuarto trimestre se vio respaldado por la producción de bienes de equipo, de bienes intermedios y de bienes de consumo, al tiempo que la producción de energía se contrajo fuertemente, tal vez debido a las condiciones meteorológicas inusualmente suaves que se dieron en Europa durante este período. En enero del 2007, se observó un ligero descenso en la producción industrial (excluida la construcción), aunque ésta se incrementó ligeramente sobre la base de medias móviles de tres meses. Este descenso tuvo su origen, en concreto, en una nueva y fuerte contracción de la producción de energía y en pequeños retrocesos de la producción de bienes intermedios y de consumo. La reducción registrada en este último sector es atribuible a una fuerte disminución de la producción de bienes de consumo duradero. Entre las principales ramas de actividad industrial, sólo la producción de bienes de equipo se elevó significativamente en enero del 2007. Sin embargo, la producción de la construcción también creció energicamente, tras un sólido avance en el cuarto trimestre del 2006.

Los nuevos pedidos siguieron proporcionando señales positivas sobre la industria. En enero del 2007, éstos se redujeron levemente, aunque la tendencia general al alza se mantuvo intacta. Los nuevos pedidos, excluida la categoría «otro material de transporte», que es muy volátil, también confirman este panorama.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Las encuestas de opinión apuntan, en general, a un crecimiento sostenido en el primer trimestre del 2007, aunque posiblemente a un ritmo más lento que en el trimestre anterior.

En la industria, el indicador de confianza de la Comisión Europea registró un avance de febrero a marzo, volviendo a alcanzarse el máximo histórico logrado por este índice. Por el contrario, el índice de directores de compras para las manufacturas continuó descendiendo en marzo, (véase gráfico 25), lo que indica una cierta

desaceleración en la dinámica de crecimiento durante el primer trimestre del año. No obstante, el índice sigue siendo compatible con una sólida expansión del sector manufacturero. En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión se elevó en marzo ligeramente por encima del nivel en torno al cual había fluctuado durante casi un año. Al mismo tiempo, el índice de actividad de la encuesta a los directores de compras de los servicios se redujo marginalmente en marzo, aunque, en general, señala un sólido crecimiento de este sector en el primer trimestre del año.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El consumo privado creció en la zona del euro a una tasa intertrimestral del 0,5% en el cuarto trimestre del 2006, tras un crecimiento del 0,7% en el tercer trimestre. El crecimiento de esta variable durante el último trimestre del año se vio impulsado por las compras anticipadas realizadas por los consumidores alemanes debido al aumento del IVA en enero del 2007. Este efecto se aprecia especialmente en las matriculaciones de automóviles y en el deseo de los consumidores de efectuar compras de importancia, como muestran las encuestas de la Comisión Europea. No obstante, también es, hasta cierto punto, evidente en las ventas al por menor realizadas en Alemania en diciembre del 2006, que se hicieron a costa de las adquisiciones del primer trimestre del 2007. Las matriculaciones de automóviles cayeron en torno al 8,5%, en términos intermensuales, en enero del 2007, y otro 0,5% en febrero, lo que indica una contribución negativa de las ventas de automóviles al crecimiento del consumo privado en el primer trimestre. Además, las ventas del comercio al por menor registraron una reducción intermensual del 0,8% en enero, y se recuperaron ligeramente —un 0,3%— en febrero.

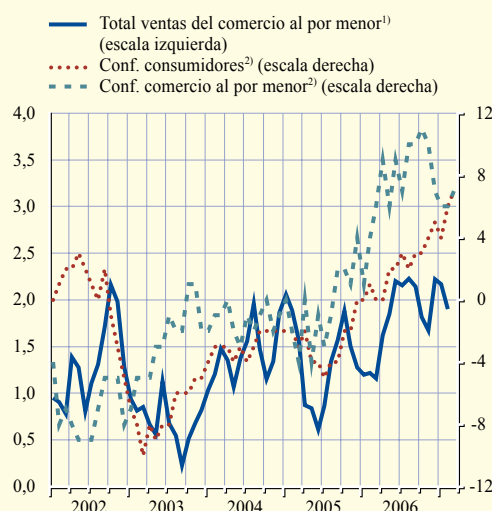
Sin embargo, en marzo la confianza de los consumidores de la zona del euro mantuvo su gradual tendencia al alza, como consecuencia de las mejoras en las expectativas relativas a la situación financiera y a la situación económica general; y, en el primer trimestre del año, superó claramente el nivel del trimestre anterior (véase gráfico 26). Lo anterior confirma las perspectivas de un crecimiento del consumo privado relativamente fuerte.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro parecen haber seguido mejorando en el primer trimestre del 2007. La tasa de paro de la zona continuó reduciéndose en los dos primeros meses de este año. Además, la estimación preliminar de Eurostat confirmó una creación de empleo sostenida en el cuarto trimestre del 2006, y las encuestas de empleo apuntan a nuevas mejoras en el primer trimestre del 2007. Los recientes descensos de la tasa de paro y los aumentos del empleo son también consecuencia de las reformas estructurales llevadas a cabo en los mercados de trabajo de la zona del euro. Sin embargo, aún hay margen considerable para introducir nuevas reformas, como se menciona en la segunda actualización de las Directrices integradas para el crecimiento y el empleo recientemente aprobadas por el Consejo Europeo. Las principales estrategias para los países de la zona del euro que se abordan en las Directrices se recogen en el recuadro 5.

Gráfico 26 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.

Recuadro 5

ACTUALIZACIÓN EN EL 2007 DE LAS DIRECTRICES INTEGRADAS PARA LA APLICACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE LISBOA POR LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO

En el 2005, tras la revisión intermedia de la estrategia de Lisboa, el Consejo de Ministros de la UE adoptó un paquete de Directrices integradas para el crecimiento y el empleo para un período de tres años (2005-2008), que aunaba las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo y que estaba dirigido a los Estados miembros y a la Comunidad¹. En el 2006, estas Directrices integradas se actualizaron ligeramente tras la presentación, por vez primera, de los programas nacionales de reforma de los Estados miembros en el otoño del 2005 y del programa comunitario de Lisboa de la Comisión Europea². En octubre del 2006, los Estados miembros presentaron los programas nacionales actualizados, que evaluó la Comisión en su Informe de síntesis del 2007, así como el Consejo, que también consideró el programa comunitario de Lisboa actualizado. En virtud de esta evaluación, en marzo del 2007 el Consejo Europeo aprobó una segunda actualización de las Orientaciones integradas, que aún está pendiente de adopción formal por el Consejo de Ministros de la UE.

La actualización de las Orientaciones integradas realizada en el 2007 incorpora, por primera vez desde el 2005, directrices específicas para los países. Además, recoge directrices específicas para los Estados miembros de la zona del euro, a los que insta a que hagan uso de la fortaleza de la recuperación económica actual para avanzar decididamente en la aplicación de las estrategias de saneamiento presupuestario y de reforma estructural. Más concretamente, las recomendaciones tratan, principalmente, de las siguientes y esenciales cuestiones macroeconómicas:

1) Consecución de un saneamiento presupuestario ambicioso

En el 2006, los saldos presupuestarios de la mayor parte de los países de la zona del euro mejoraron de forma apreciable, a causa, sobre todo, del buen comportamiento de los ingresos fiscales en el contexto de un entorno macroeconómico favorable. No obstante, en algunos países, al menos parte de estos ingresos fiscales mayores de lo esperado se utilizaron para compensar el gasto, que fue más elevado de lo planeado inicialmente, limitando con ello el ritmo de reducción del déficit. De cara al futuro, es esencial que los países de la zona del euro con desequilibrios fiscales aprovechen plenamente la favorable situación económica actual para acelerar el ritmo de saneamiento de las finanzas públicas y para lograr sus objetivos presupuestarios a medio plazo tan pronto como sea posible, y en el 2010 a más tardar. Ello implica que los ingresos extraordinarios obtenidos en esos países deberían asignarse por completo a la reducción del déficit y de la deuda. El logro de una situación presupuestaria sólida es necesario para que puedan funcionar los estabilizadores fiscales automáticos sin que se incurra en déficit excesivos y para contribuir a garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, en vista del envejecimiento de la población³.

2) Mejora de la calidad de las finanzas públicas

Además de mantener una orientación presupuestaria adecuada y de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, las políticas fiscales pueden efectuar una importante contribución al crecimiento económico y a la creación de empleo mejorando la calidad del gasto público y de la fiscalidad. En este contexto, en muchos países de la zona del euro existe un margen considerable para redirigir el gasto público

1 Véase el recuadro titulado «Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008», en el Boletín Mensual de agosto del 2005.

2 Véase el recuadro titulado «Los programas nacionales de reforma de los países de la zona del euro para el período 2005-2008 elaborados de conformidad con la estrategia de Lisboa», en el Boletín Mensual de enero del 2006.

3 Para más información, véase el artículo titulado «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2007.

hacia usos más productivos, con el fin de incrementar la eficiencia con la que se ofrecen los servicios públicos. Esto permitiría una reducción de la elevada carga impositiva y de las distorsiones que crea en la economía, que deberían abordarse también con las reformas apropiadas de los sistemas tributarios. Dichas políticas deberían contribuir a estimular la inversión y la innovación, elevando con ello los niveles de productividad y el crecimiento potencial.

3) Aumento de la competencia e integración de mercado en el sector servicios

Las reformas deben ir encaminadas a incrementar la competencia, a fin de mejorar el funcionamiento del mercado interior, especialmente en el caso del sector servicios. Suele mencionarse que la competencia insuficiente en este sector es uno de los factores que obstaculizan el crecimiento de la productividad del trabajo y contribuye a subidas de precios más pronunciadas que en la industria. Por otra parte, una mayor competencia en los servicios podría ayudar a aumentar la flexibilidad de los precios de los servicios⁴ y, por lo tanto, facilitaría los procesos de ajuste en la zona del euro, incluida la reasignación de recursos entre los distintos sectores cuando fuera necesario, y a incrementar la capacidad de recuperación de la zona del euro frente a perturbaciones económicas, posibilitando un mejor funcionamiento de la UEM. Para ello, es preciso llevar a cabo la transposición de la Directiva de Servicios a la legislación nacional en el momento oportuno. En el área de los servicios financieros, es esencial tomar medidas adicionales para eliminar los obstáculos que aún existen para la plena integración de los mercados financieros de la zona del euro, en vista de su importancia para la transmisión de la política monetaria y para la actividad y el ajuste económicos en general. Concretamente, los mercados bancarios al por menor siguen estando menos integrados, lo que también queda reflejado en la fragmentada infraestructura financiera subyacente⁵.

4) Incremento de la flexibilidad laboral

Resulta crucial contar en la zona del euro con un mercado de trabajo en pleno funcionamiento, para garantizar la existencia de mecanismos de ajuste internos inmediatos. La mayor flexibilidad laboral y el grado suficiente de diferenciación salarial que refleja la evolución de la productividad podrían permitir que los países de la zona del euro se ajusten con mayor suavidad a las presiones competitivas y mejoren las oportunidades de empleo, especialmente de los trabajadores peor cualificados y en las regiones con un desempleo elevado. En cuanto a las reformas de las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo, apenas se ha avanzado en la reducción de las tasas de sustitución netas de los parados y en la protección del empleo en los contratos regulares. Además, el incremento de la movilidad transfronteriza en la zona del euro permitiría un emparejamiento más eficiente de las cualificaciones de los trabajadores con los puestos de trabajo vacantes y favorecería la capacidad de los mercados de trabajo nacionales de ajustarse en función de las fluctuaciones económicas y de las perturbaciones asimétricas⁶. Ahora que Eslovenia se ha incorporado a la zona del euro, su población activa debe tener acceso pleno a los mercados de trabajo de todos los países de la zona del euro.

Hay que felicitar a que el Consejo haya decidido adoptar unas directrices específicas para los países en el 2007, a fin de que la aplicación y la evaluación de las políticas económicas se centren en las cuestiones más acuciantes de cada Estado miembro. Las recomendaciones apuntan, por lo general, en la dirección correcta, también en el contexto de la zona del euro. La aplicación de estas recomendaciones en los países de la zona del euro refuerza su capacidad de responder y de ajustarse con rapidez a perturbaciones adversas, permite un funcionamiento mejor de la UEM y contribuye a cosechar todos los beneficios derivados del mercado único.

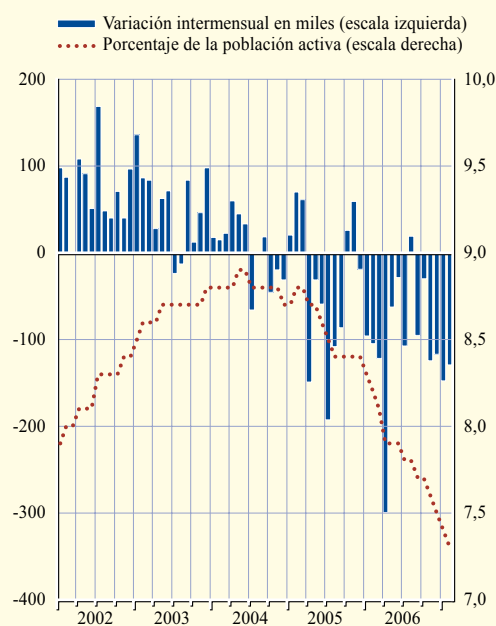
4 Véase el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», Occasional Paper n.º 44, BCE, abril del 2006.

5 Véase el informe del BCE titulado «Financial Integration in Europe» marzo del 2007.

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

Gráfico 27 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro cayó un 7,3% en febrero del 2007, es decir, 0,1 puntos porcentuales más que en enero (véase gráfico 27), alcanzando su nivel más bajo desde que se inició la serie de la zona del euro en 1993. El número de personas ocupadas se redujo en febrero, con respecto a enero, en unas 130.000 personas, y desde enero del 2006 ha descendido en más de 100.000 personas al mes.

EMPLEO

La segunda estimación de las cuentas nacionales realizada por Eurostat confirmó que el empleo creció un 0,3% en el cuarto trimestre del 2006 (véase cuadro 7). El detalle por sectores muestra que el empleo aumentó en los servicios y en la construcción, pero se redujo ligeramente en la industria, excluida la construcción. En términos anuales, el empleo creció en el 2006, pasando del 0,8% en el 2005 al 1,4%. Desde una perspectiva de más largo plazo, el empleo de la zona ha mostrado un apreciable dinamismo desde el inicio de la UEM en 1999. El número de ocupados registró un avance cercano a los 12,9 millones entre los años 1999 y 2006, frente al incremento de 2,1 millones entre 1991 y 1998. Cabe atribuir el ritmo más rápido de crecimiento del empleo total al aumento de la contratación en los servicios y en la construcción, así como a la contracción más

moderada de la contratación en la industria, excluida la construcción, y en la agricultura, caza, silvicultura y pesca (véase recuadro 6).

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO, POR SECTORES

El empleo de la zona del euro ha mostrado un mayor dinamismo desde el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999 que en el período inmediatamente precedente. La última estimación del crecimiento del empleo total desde la introducción del euro indica un aumento neto de 12,9 millones de personas ocupadas hasta el cuarto trimestre del 2006, frente a 2,1 millones en el período 1991-1998¹. En este recuadro se destaca la evolución del empleo en la zona del euro, por sectores, durante estos dos periodos, y se explica la apreciable mejora registrada en dicha evolución, considerando información más desagregada de las cuentas nacionales anuales, en lugar de datos de la contabilidad nacional trimestral, dado que esta última sólo incluye una desagregación limitada de los sectores. Actualmente, se dispone de datos detallados de empleo de las cuentas nacionales anuales para la zona del euro hasta el 2005. Si se utilizan estos datos anuales, el número total de personas ocupadas en la zona aumentó en 11,2 millones en el período 1998-2005, frente al millón y medio del período 1991-1998 (véa-

¹ La fase anterior a la creación de la UEM se refiere aquí al período comprendido entre el primer trimestre de 1991 y el último de 1998, mientras que el período posterior a la creación de la UEM corresponde al período comprendido entre el último trimestre de 1998 y el cuarto del 2006. Los periodos anuales correspondientes son 1991-1998 y 1998-2005, respectivamente.

Evolución del empleo en la zona del euro, por sector, 1991-2005¹⁾

(tasas de crecimiento medias interanuales, salvo indicación en contrario)

	1991-1998			1999-2005		
	Ponderación (%)	Tasas de variación	Personas ocupadas (variación, en millones)	Ponderación (%)	Tasas de variación	Personas ocupadas (variación, en millones)
Total	100,0	0,2	1,5	100,0	1,2	11,2
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	5,9	-3,4	-1,8	4,7	-1,6	-0,7
Industria	29,0	-1,6	-4,2	26,3	0,0	0,0
Industria (excluida la construcción)	21,6	-2,2	-4,2	18,9	-0,7	-1,2
Industrias extractivas	0,3	-7,2	-0,2	0,2	-3,5	-0,1
Industria manufacturera	20,4	-2,1	-3,8	18,1	-0,6	-1,0
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,8	-2,3	-0,2	0,6	-1,6	-0,1
Construcción	7,4	0,0	0,0	7,4	1,7	1,1
Servicios	65,1	1,3	7,5	69,0	1,9	12,0
Comercio y transporte	24,7	0,3	0,6	24,8	1,4	3,1
Comercio y reparaciones	15,0	0,3	0,4	14,9	1,0	1,4
Hostelería	4,0	1,5	0,5	4,4	2,9	1,2
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5,7	-0,6	-0,3	5,5	1,0	0,5
Servicios financieros y otros	11,8	3,3	3,4	14,3	3,2	4,1
Servicios financieros	3,0	0,3	0,1	2,9	0,3	0,1
Actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresas	8,7	4,4	3,3	11,5	4,0	4,0
Otros servicios	28,6	1,4	3,5	29,8	1,7	4,7
Administración pública	8,0	0,0	0,0	7,5	0,2	0,1
Educación	6,2	1,0	0,5	6,3	1,6	0,9
Actividades sanitarias y de servicios sociales	8,0	2,5	1,7	8,9	2,4	2,0
Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad: servicios personales	3,9	2,2	0,7	4,4	2,4	1,0
Hogares que emplean personal doméstico	2,5	2,5	0,5	2,7	2,8	0,7

Fuente: Eurostat.

Notas: Las ponderaciones y las tasas de variación se calculan como media de las cifras anuales para cada período. La variación en las personas ocupadas se calcula como la variación del empleo en los períodos 1991-1998 y 1998-2005, respectivamente.

se cuadro)². Esto supone un incremento medio anual del 1,2% desde 1999, muy por encima del crecimiento anual de 0,2% del período anterior. El mayor ritmo de crecimiento del empleo total desde el inicio de la tercera fase de la UEM puede atribuirse tanto al aumento de la contratación en los servicios y en la construcción como a una contracción más moderada de la contratación en la industria, excluida la construcción, y en la agricultura, caza, silvicultura y pesca. Debe tenerse en cuenta que no se dispone de información de contabilidad nacional relativa al empleo a tiempo parcial, que —según la Encuesta de Población Activa— ha superado al crecimiento del empleo a tiempo completo desde la década de los noventa³.

El empleo en el sector servicios aumentó en 12 millones de trabajadores en el período 1998-2005, frente a los 7,5 millones del período 1991-1998 (véase cuadro)⁴. El crecimiento del empleo en los servicios desde 1999 ha sido resultado de una contratación más elevada en los tres principales subsectores del sector servicios, es decir, comercio y transporte, servicios financieros y otros, y otros servicios⁵. La expansión del empleo ha sido mayor en cuatro subcategorías (que se corresponden con las secciones de la clasificación denominada NACE): actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresa (4 millones), actividades sanitarias y de servicios sociales (2 millones), comercio y reparaciones (1,4 millones) y hostelería (1,2 millones). El sector de la construcción

2 Los datos para el período 1991-1998 no incluyen Eslovenia. Dado el tamaño relativamente pequeño de la economía eslovena, su exclusión del período anterior no debería afectar sustancialmente las tendencias examinadas aquí.

3 Para más información, véase la sección 4.2 del Boletín Mensual del BCE de enero del 2007.

4 Si se utilizan los datos trimestrales, el crecimiento del empleo en los servicios desde el inicio de la tercera fase de la UEM ha sido de 13 millones de trabajadores (los datos están disponibles para el período comprendido entre el último trimestre de 1998 y el tercero del 2006).

5 Un posible motivo del crecimiento más lento del empleo en el sector servicios observado en la década de los noventa es el grado relativamente reducido de flexibilidad laboral, que limitaba la asignación sectorial del empleo. Véase D'Agostino A., R. Serafini y M. Ward-Warmeding, «Sectoral explanations of employment in Europe: the role of services», Working Paper n.º 625, BCE, mayo del 2006.

también ha mostrado incrementos más importantes en el empleo desde 1999, habiendo aumentado el número de personas ocupadas en 1,1 millones hasta el 2005, frente a los 26.000 en el período 1991-1998.

En los otros dos sectores disminuyó el empleo en los dos periodos. En ambos casos, el descenso en la contratación neta ha sido menor desde 1999. El número de personas ocupadas en la industria, excluida la construcción, se redujo en 1,2 millones en el período 1998-2005, una reducción inferior a la acaecida en el período 1991-1998 (4,2 millones). Esta evolución se ha visto impulsada, principalmente, por la registrada en el subsector de la industria manufacturera. El otro sector en el que el empleo se ha contraído —la agricultura, caza, silvicultura y pesca— se observó una caída del empleo de 0,7 millones en el período 1998-2005, frente a la de 1,8 millones observada en el período 1991-1998.

Como resultado de estas tendencias, las participaciones en el empleo total han cambiado ligeramente entre los dos periodos (véase el cuadro). La participación del empleo en los servicios en el empleo total ha pasado del 65,1% al 69%, en promedio, sobre todo como resultado de los aumentos en las participaciones de los servicios financieros y de los servicios a empresas (desde el 11,8% al 14,3%), y de otros servicios (del 28,6% al 29,8%). La participación del empleo en el comercio y el transporte en el empleo total apenas ha registrado cambios entre los dos periodos, y representa casi un cuarto del total. La creciente importancia de los servicios en el empleo total se deriva, en parte, de una conjunción de factores que dan lugar a un producto mayor en los servicios (tales como un desplazamiento de la demanda de los consumidores hacia productos que no cubren las necesidades materiales básicas, aumentos de la renta per cápita, la liberalización del sector servicios y una subida en la tasa de actividad femenina), reforzada por un nivel de la productividad del trabajo en el sector por debajo de la media⁶. En lo que se refiere a otros sectores, la participación media del empleo en la construcción ha permanecido estable en el 7,4%, mientras que se han producido descensos en las participaciones medias de la industria, excluida la construcción (del 21,6% al 18,9%) y la agricultura, caza, silvicultura y pesca (del 5,9% al 4,7%) durante los dos periodos.

Se dispone de una desagregación mayor del empleo en los servicios (en la base de datos EU KLEMS) hasta el 2004⁷. Aunque están menos actualizados, estos datos permiten un examen más detallado de dos importantes sectores, a saber, actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresas, y comercio y reparaciones. En el caso de este último, más de la mitad del aumento en el número de personas ocupadas en 1998-2003 corresponde al empleo adicional en el comercio al por menor, dividiéndose la cifra restante entre el comercio al por mayor y el comercio de vehículos de motor. Por lo que respecta a las actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresas, las tres subcategorías que más han contribuido al crecimiento del empleo en 1998-2003 pertenecen a la clase de servicios prestados a empresas: otras actividades empresariales no consideradas en otro lugar (1,7 millones), actividades jurídicas, servicios técnicos y publicidad (1 millón), y actividades informáticas (0,6 millones). Los servicios prestados a las empresas se han beneficiado de la tendencia de las empresas a externalizar las actividades que no son fundamentales, contratando empresas externas para diversas actividades profesionales y operativas. Esta tendencia es la responsable de la creciente demanda de otros servicios —que también se prestan a hogares— como las actividades inmobiliarias y de alquiler (también dentro del subsector de actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresas), y el transporte, el almacenamiento y las comunicaciones (que incrementaron en 0,5 millones las personas ocupadas en 1998-2003)⁸.

6 Para más información sobre estas tendencias subyacentes, véanse los recuadros «Composición del crecimiento de la zona del euro por sectores», Informe Anual del BCE, 2005, y «Determinantes del porcentaje de empleo en el sector servicios de la zona del euro», Boletín Mensual del BCE, noviembre del 2006.

7 La base de datos EU KLEMS es el resultado de un proyecto de investigación estadístico y analítico producido conjuntamente por 16 institutos de investigación en cooperación con los institutos nacionales de estadística, Eurostat y la Comisión Europea. Incluye datos de crecimiento y de productividad para todos los Estados miembros de la UE. Los datos utilizados se basan en la serie para la zona del euro, excluida Eslovenia.

8 Para una evolución reciente de las tendencias en los servicios prestados a las empresas, véase Eurostat: European Business - Facts and Figures, Luxemburgo, 2006; y Eurostat: Key Figures on European Business, Luxemburgo, 2006.

En resumen, el crecimiento del empleo en la zona del euro desde la creación de la UEM ha superado la expansión observada en el período precedente. Ello ha dado lugar a un mayor crecimiento del empleo en sectores en los que el número de personas ocupadas ha aumentado (como en los servicios y en la construcción) y a un descenso menor en aquellos en los que el empleo se ha contraído (como la industria, excluida la construcción, y la agricultura, caza, silvicultura y pesca). El incremento del empleo agregado y del empleo en los servicios en la zona del euro durante los últimos años se ha visto respaldado por políticas educativas y laborales que han facilitado la reasignación intersectorial de trabajadores. De cara al futuro, el crecimiento continuo del empleo precisa de nuevas reformas estructurales que refuercen la capacidad de los mercados de trabajo de la zona del euro de responder a las necesidades cambiantes de las empresas, posibilitando con ello el desplazamiento sostenido de la población activa hacia sectores más dinámicos.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo se elevó de nuevo en el cuarto trimestre del 2006, desde el 1,2% del tercer trimestre hasta el 1,8%, hasta alcanzar su valor más alto desde el segundo trimestre del 2000. La aceleración de la productividad del trabajo en el cuarto trimestre se debió, principalmente, a la contribución del sector servicios.

La información procedente de las encuestas señala nuevas mejoras en la situación del mercado de trabajo durante el primer trimestre del 2007. Según las encuestas de la Comisión Europea, las expectativas de creación de empleo en la industria continuaron creciendo gradualmente en marzo, mientras que el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras se mantuvo estable. No obstante, ambas encuestas apuntan a una mejora de la situación del empleo en la industria durante el primer trimestre en su conjunto, con respecto al mes anterior. En la construcción, las expectativas de empleo también volvieron a aumentar en marzo y en el primer trimestre del 2007. En los servicios, la encuesta de la Comisión Europea indicó que las expectativas de creación de empleo empeoraron levemente en marzo, mientras que el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras mejoró. Tomadas en su conjunto, tanto las expectativas de empleo de la Comisión Europea como el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras son acordes con la mejora ligera y continuada de las perspectivas de empleo en el sector servicios para el primer trimestre. Por último, tras las brascas caídas observadas en enero y febrero, las expectativas de empleo en el comercio al por menor se mantuvieron sin cambios en marzo.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB real de la zona del euro creció un 0,9% en el cuarto trimestre del 2006. Sobre la base de la última información, de las estimaciones de las encuestas y de otras basadas en indicadores, parece que el crecimiento mantiene su solidez en el primer semestre del 2007. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen siendo favorables. Se espera que, en el medio plazo, el PIB real crezca a tasas en torno a su potencial. Se prevé que el consumo privado se fortalezca en consonancia con la renta real disponible, beneficiándose de las mejoras observadas en los mercados de trabajo de la zona del euro. El crecimiento de la inversión mantendría su intensidad, respaldado por las favorables perspectivas de la demanda, los elevados beneficios empresariales y las favorables condiciones de financiación. Se espera que el crecimiento dinámico de la demanda exterior continúe impulsando el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Se considera que los riesgos para estas favorables perspectivas están equilibrados en el corto plazo y son a la baja en el largo plazo. Los principales riesgos a la baja están relacionados con una posible subida de los precios del petróleo, un aumento de las presiones proteccionistas y una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

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

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

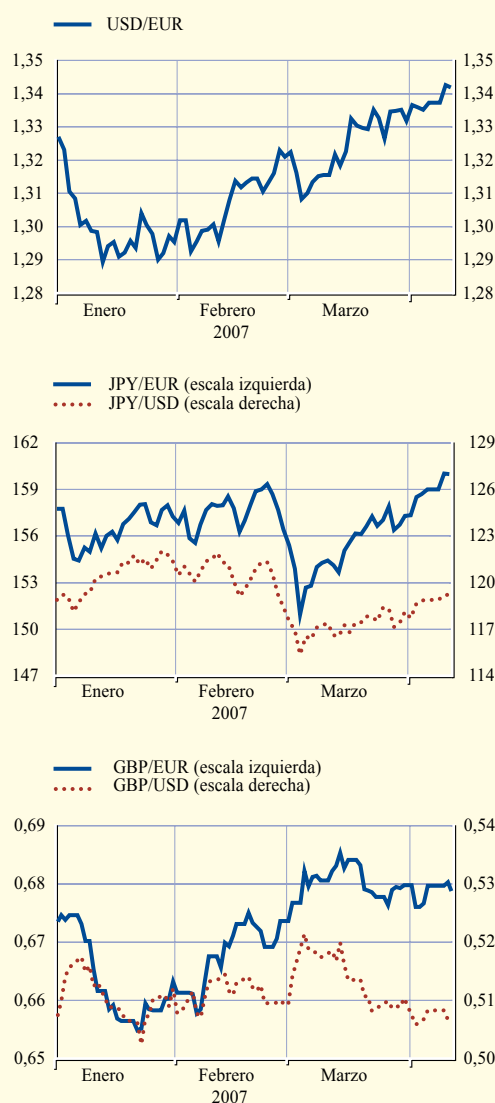
En los tres últimos meses el euro se ha fortalecido frente al dólar estadounidense, alcanzando niveles observados por última vez en marzo del 2005. Tras un cierto debilitamiento inicial a primeros de enero, el euro se ha apreciado de forma más o menos continua desde febrero (véase gráfico 28) respaldado, al menos en cierta medida, por la inquietud de los mercados respecto al vigor de la economía estadounidense, inquietud que, hasta cierto punto, se ha visto exacerbada en enero y febrero por la evolución del segmento del mercado hipotecario de Estados Unidos con peor calificación crediticia. Tras señalar expectativas de que el euro se mantendría estable frente al dólar en enero y febrero, la evolución de los precios de los derivados en divisas desde mediados de marzo, ha sido coherente con las expectativas cada vez mayores de una nueva apreciación del euro a corto plazo. El 11 de abril, el euro cotizaba a 1,34 dólares, es decir, un 1,9% por encima del nivel de finales de diciembre y un 6,9% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

YEN JAPONÉS/EURO

Tras fluctuar dentro de un intervalo de 154 a 159 yenes frente al euro en los dos primeros meses del año, el yen se apreció notablemente a primeros de marzo en un contexto de turbulencias en los mercados financieros mundiales (véase gráfico 28). Al parecer, esta apreciación ha estado asociada a un descenso general de la tolerancia al riesgo por parte de los inversores internacionales y a la consiguiente y significativa reversión de los *carry trades* que, inicialmente, provocó un fortalecimiento de las divisas con tipos de interés reducidos, como el yen japonés. Sin embargo, ese fortalecimiento inicial se ha revertido con creces en un contexto de normalización generalizada de los mercados financieros mundiales. La evolución de las opciones en divisas apunta a un aumento de las expectativas de que la moneda japonesa se aprecie, en cierta medida, frente al euro en el corto plazo. Pese a las significativas fluctuaciones a corto plazo ya mencionadas, el euro cotizaba a 160 yenes el 11 de abril, es decir, un 2% por encima del nivel de finales de diciembre y un 9,5% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

Gráfico 28 Evolución de los tipos de cambio

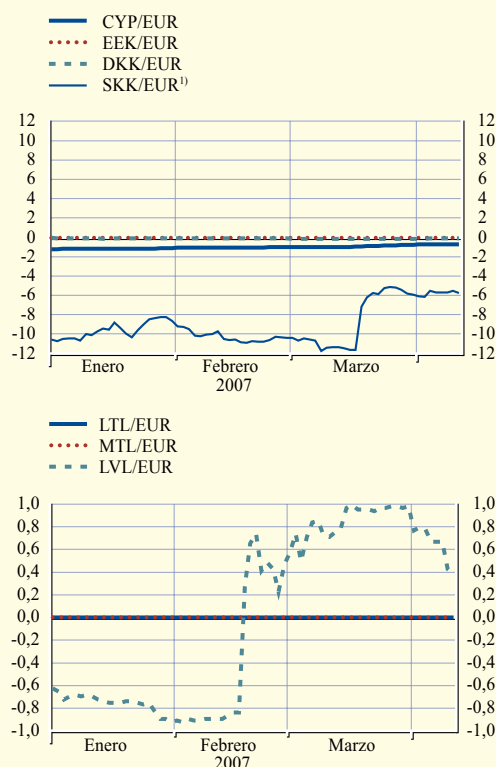
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 29 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



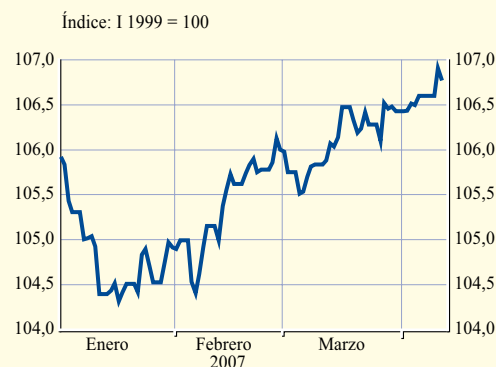
Fuente: BCE.

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

1) La paridad central de la corona eslovaca se revaluó el 19 de marzo de 2007 de 38,4550 a 35,4424 coronas por euro.

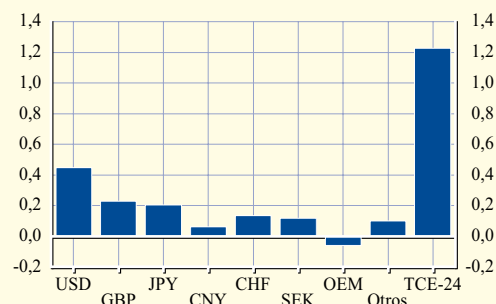
Gráfico 30 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

Del 29 de diciembre de 2006 al 11 de abril 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 diciembre 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 29). La corona eslovaca ha continuado apreciándose, respaldada por la solidez de las variables fundamentales de la economía. A solicitud de las autoridades eslovacas, el 16 de marzo se revaluó el tipo de cambio de la corona en un 8,5% (para más información, véase el recuadro titulado «Revaluación de la corona eslovaca en el MTC II»). Inmediatamente después de la revaluación, la corona eslovaca experimentó una fuerte apreciación, lo que obligó al Národná banka Slovenska a intervenir en el mercado de divisas. El 11 de abril, el euro cotizaba a 33,40 coronas, es decir, un 5,8% por encima de la nueva paridad central. Al mismo tiempo, el lats letón se depreció hacia la zona más baja de la banda de intervención del 1% establecida unilateralmente por el Latvijas Banka, lo que hizo que éste interviniera en el mercado. El 11 de abril, el lats letón cotizaba un 0,4% por debajo de su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros que no participan en el MTC II, entre finales de diciembre del 2006 y el 11 de abril del 2007, el euro se apreció un 2,4% frente a la corona sueca y un 1,1% frente a la libra esterlina. Además, la moneda única se apreció frente a la corona checa (un 1,9%) y se depreció frente al forint húngaro (un 2,6%) y el leu rumano (un 1,3%).

OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses, el euro ha experimentado un fortalecimiento frente a las monedas de los principales socios comerciales asiáticos de la zona del euro, observándose una apreciación especialmente acusada frente al dólar de Hong Kong (2,4%) y el won coreano (2,2%). El euro también se apreció un 1,9% frente al franco suizo. Por el contrario, se depreció un 1,8% frente a la corona noruega y un 2,6% frente al dólar australiano.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como resultado de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 11 de abril de 2007, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— se situaba un 1,2% por encima del nivel registrado a finales de diciembre y un 3% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 30).

Recuadro 7

REVALUACIÓN DE LA CORONA ESLOVACA EN EL MTC II

La moneda eslovaca se incorporó al MTC II el 28 de noviembre de 2005 con una paridad central inicial de 38,4550 coronas por euro. Desde su incorporación al MTC II, la corona ha cotizado la mayor parte del tiempo por encima de su paridad central (véase gráfico). No obstante, en el segundo trimestre del 2006, experimentó cierta presión transitoria a la baja. En un contexto de sólida evolución macroeconómica y de favorables perspectivas económicas, la corona inició posteriormente una prolongada apreciación que, tras una breve pausa al final del año, cobró nuevo impulso durante el mes de febrero y la primera quincena de marzo del 2007. Para frenar la volatilidad del tipo de cambio y las excesivas presiones del mercado, el Národná banka Slovenska ha intervenido en los mercados de divisas en varias ocasiones desde la incorporación al MTC II.

A solicitud de las autoridades eslovacas, el 16 de marzo de 2007, los ministros de Finanzas de los países de la zona del euro, el presidente del BCE y los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta y Eslovaquia decidieron, por mutuo acuerdo, de conformidad con un procedimiento común en el que participa la Comisión Europea, y previa consulta al Comité Económico y Financiero, adaptar la paridad central de la corona eslovaca en el MTC II revaluándola un 8,5% (véase gráfico). La nueva paridad central es

Evolución del tipo de cambio de la corona eslovaca frente al euro desde su incorporación al MTC II

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 11 de abril de 2007.

Cuadro A Paridades centrales del euro y tipos de intervención obligatorios respecto al euro para las monedas que participan en el MTC II, en vigor desde el 19 de marzo del 2007

	Límite superior	Paridad central	Límite inferior
Corona danesa (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Corona estonia (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Libra chipriota (CYP)	0,673065	0,585274	0,497483
Lats letón (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Litas lituana (LTL)	3,97072	3,4528	2,93488
Lira maltesa (MTL)	0,493695	0,4293	0,364905
Corona eslovaca (SKK)	40,7588	35,4424	30,126

de 35,4424 coronas por euro y sigue aplicándose la banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a dicha paridad¹.

Por consiguiente, con efectos a partir del 19 de marzo de 2007, se han establecido los nuevos tipos de intervención obligatorios que se presentan en el Cuadro A. Las paridades centrales respecto al euro y los tipos de intervención obligatorios de la corona danesa, la corona estonia, la libra chipriota, el lats letón, la litas lituana y la lira maltesa no varían. Solo en el caso de la corona danesa, se aplica una banda de fluctuación más estrecha, de $\pm 2.25\%$.

Como se mencionó en el comunicado conjunto, la revaluación del tipo de cambio central de la corona eslovaca se justifica por los buenos fundamentos de la economía y ayudará a las autoridades a mantener la estabilidad macroeconómica. La revaluación se basa en el firme compromiso de las autoridades de aplicar políticas adecuadas encaminadas, en particular, a lograr la estabilidad de precios de forma duradera y reforzar la competitividad exterior y la capacidad de resistencia de la economía.

Entre esas políticas cabe señalar las siguientes: afianzar la trayectoria de ajuste fiscal en términos estructurales, en consonancia con el dictamen del Consejo de 27 de febrero de 2007 relativo al programa de convergencia actualizado de Eslovaquia, a fin de contribuir a una combinación de políticas equilibrada, encaminada a contener los riesgos inflacionistas y apoyar la sostenibilidad del proceso de convergencia; promover una evolución de los salarios que refleje el crecimiento de la productividad del trabajo, las condiciones del mercado laboral y la competitividad; y perseverar en la aplicación de reformas estructurales para elevar el crecimiento de la productividad y mejorar el funcionamiento de los mercados de productos, trabajo y financieros. Además, las autoridades eslovacas se mantendrán alerta ante los riesgos de un fuerte crecimiento del crédito.

Cuadro B Algunos indicadores económicos de Eslovaquia

(porcentajes, salvo indicación en contrario)

	2001-2005	2006
Crecimiento económico real	4,6	8,3
Inflación IAPC	5,9	4,3
Balanza por cuenta corriente ¹⁾	-5,4	-7,8
Déficit presupuestario ¹⁾	-4,8	-3,4
Deuda pública ¹⁾	42,2	33,0
Tipo de interés a largo plazo	5,7	4,4
Tipo de interés a corto plazo	5,9	4,3
Tipo de cambio frente al euro (SKK)	41,2	37,2

Fuentes: BCE y Eurostat (base de datos Ameco).

Nota: Los datos reflejan medias anuales.

1) En porcentaje del PIB.

Las autoridades, junto con los órganos competentes de la UE, realizarán un atento seguimiento de la evolución macroeconómica y de los tipos de cambio. Además, se han comprometido a reforzar la orientación de la política en la medida de lo necesario. En el cuadro B se presenta un resumen de algunos indicadores económicos correspondientes a Eslovaquia desde el año 2001.

1 Véase el comunicado conjunto sobre la corona eslovaca de 16 de marzo de 2007.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de alrededor del 0,2% del PIB en el período de doce meses transcurrido hasta enero del 2007, ligeramente por encima del observado un año antes. Este descenso se debió, principalmente, a una caída del superávit de la balanza de bienes como resultado del mayor coste de las importaciones de petróleo. No obstante, si se consideran las medias móviles de tres meses, la caída del superávit comercial se ha corregido parcialmente desde mediados del 2006, en un contexto de solidez de las exportaciones y moderación de las importaciones. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas entradas netas acumuladas de 178,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2007, frente a las salidas netas de 53,7 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de signo de los flujos financieros se debió, principalmente, al 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 las exportaciones nominales de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 3,1%, en cifras desestacionalizadas, en los tres meses transcurridos hasta enero del 2007, es decir, algo menos que en el período de tres meses que finalizó en octubre del 2006 (véase cuadro 8). Este aumento refleja, principalmente, un menor crecimiento, aunque todavía vigoroso, de las exportaciones de bienes. El crecimiento de las importaciones nominales de bienes y

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 Dic	2007 Ene	2006 Abr	2006 Jul	2006 Oct	2007 Ene	2006 Ene	2007 Ene
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	2,0	2,7	-2,9	-2,6	-1,0	2,2	-7,8	-12,8
Bienes	3,4	4,2	1,5	0,7	2,6	5,3	40,8	30,4
Exportaciones	124,0	121,2	112,1	112,9	118,3	122,4	1.229,0	1.397,1
Importaciones	120,6	117,0	110,6	112,1	115,7	117,1	1.188,2	1.366,7
Servicios	3,2	2,0	3,5	2,9	3,0	2,7	36,4	36,2
Exportaciones	36,8	36,3	35,4	35,8	35,7	36,4	402,5	429,6
Importaciones	33,6	34,3	31,9	32,8	32,7	33,7	366,1	393,5
Rentas	1,4	-0,6	-2,3	-1,1	0,1	0,0	-19,6	-9,7
Transferencias corrientes	-6,0	-2,9	-5,6	-5,2	-6,7	-5,8	-65,4	-69,7
Cuenta financiera¹⁾	-37,3	53,2	28,8	12,6	14,0	-1,0	23,0	163,2
Total inversiones directas y de cartera netas	7,6	34,0	8,3	25,4	1,2	24,6	-57,3	178,5
Inversiones directas netas	-28,3	-5,0	-9,0	-9,2	-15,7	-15,5	-190,0	-148,0
Inversiones de cartera netas	35,8	39,0	17,3	34,6	17,0	40,0	132,7	326,5
Acciones y participaciones	28,9	34,4	6,7	33,4	4,5	28,1	142,2	218,0
Valores distintos de acciones	7,0	4,6	10,6	1,2	12,4	11,9	-9,5	108,5
Bonos y obligaciones	46,6	-4,1	11,2	14,9	9,3	19,5	-28,9	164,8
Instrumentos del mercado monetario	-39,6	8,7	-0,6	-13,7	3,1	-7,5	19,4	-56,2
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	1,8	-2,1	3,6	0,8	3,6	3,1	9,1	12,0
Importaciones	5,1	-1,9	3,6	1,7	2,4	1,6	14,0	13,2
Bienes								
Exportaciones	1,7	-2,3	4,2	0,7	4,8	3,4	9,0	13,7
Importaciones	6,1	-3,0	4,0	1,4	3,2	1,2	15,4	15,0
Servicios								
Exportaciones	2,2	-1,3	1,7	1,0	-0,3	1,9	9,6	6,7
Importaciones	1,4	2,1	2,3	2,8	-0,4	3,0	9,6	7,5

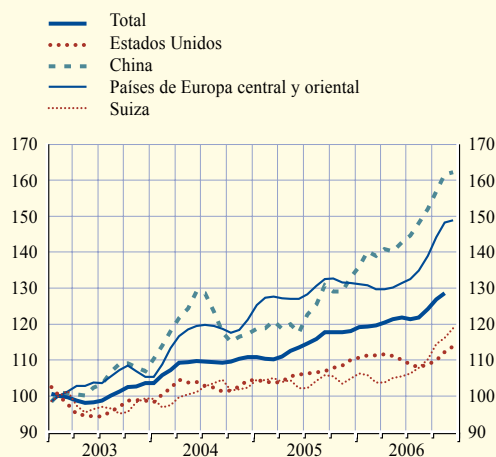
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 31 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre del 2006, excepto el «total» en cuyo caso se refieren a noviembre del 2006.

servicios también se redujo durante el mismo período (hasta un 1,6% en cifras desestacionalizadas), como consecuencia del crecimiento más lento de las importaciones de bienes.

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios indica que las exportaciones en términos reales fueron el principal factor determinante del sólido crecimiento de las exportaciones nominales de bienes en el último trimestre del 2006, mientras que los precios de exportación sólo registraron un ligero incremento. En el gráfico 31 se observa que el significativo aumento del crecimiento de las exportaciones en este período puede atribuirse, principalmente, a un nuevo incremento del crecimiento de las exportaciones a Asia (especialmente China) y Europa oriental, así como a un repunte de las exportaciones a Estados Unidos y Suiza. En conjunto, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro parece tener relación con la favorable situación de la demanda a escala mundial. Otro factor que afec-

ta al crecimiento a más largo plazo de las exportaciones de la zona del euro es el aumento de la capacidad de gasto de los países exportadores de petróleo (véase recuadro 8). En el cuarto trimestre del 2006, las importaciones reales de países no pertenecientes a la zona fueron mucho menos dinámicas que las exportaciones, circunstancia que podría tener relación con el descenso de la acumulación de existencias en la zona del euro en ese trimestre, de lo que se deduce que las existencias podrían haber sustituido en parte a las importaciones para satisfacer la demanda de la zona durante este período.

Recuadro 8

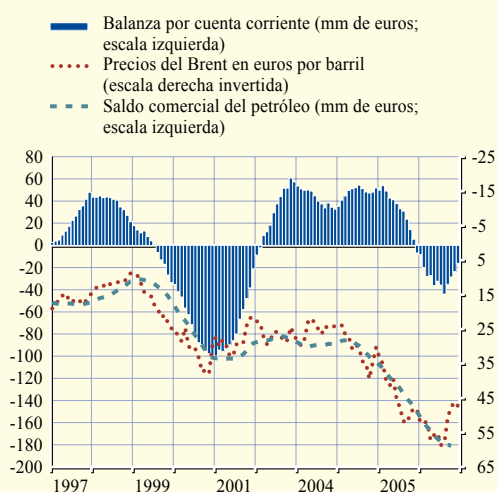
RECICLAJE DE LA FACTURA DEL PETRÓLEO Y EXPORTACIONES A PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

Tras registrar superávit desde el año 2003, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses de la zona del euro contabilizó un déficit tanto en el 2005 como en el 2006, debido principalmente al notable aumento del coste de las importaciones de petróleo y al consiguiente incremento del déficit comercial del petróleo (véase Gráfico A). Aunque la subida de los precios del petróleo ha hecho que la balanza por cuenta corriente registre déficit, podría ocurrir que este efecto negativo se haya atenuado en parte por «el reciclaje de la factura del petróleo» y su positivo impacto en las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. En otras palabras, el alza de los precios del petróleo ha generado un significativo incremento de los ingresos provenientes del petróleo para los países exportadores de crudo que, a su vez, pueden haberse invertido, en parte, en aumentar las importaciones procedentes de la zona del euro.

A continuación, se analiza la evolución reciente del reciclaje de la factura del petróleo a través del comercio, así como su posible impacto en las exportaciones de la zona del euro. Se consideran en particular dos grupos de países exportadores de petróleo —la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la Comunidad de Estados Independientes (CEI)— que, en conjunto, producen casi las dos terceras partes del petróleo que se comercia en los mercados mundiales. En consonancia

Gráfico A Saldo comercial del petróleo de la zona del euro y precios del Brent

(datos mensuales)

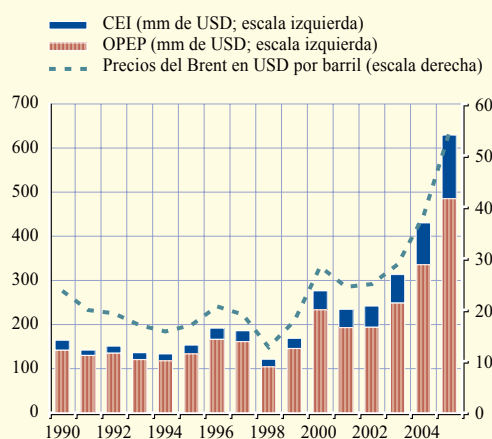


Fuentes: Eurostat y Bloomberg.

Nota: Los datos de la balanza por cuenta corriente y del saldo comercial del petróleo corresponden a las cifras acumuladas de doce meses.

Gráfico B Ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo de los países de la OPEP y la CEI

(datos mensuales)



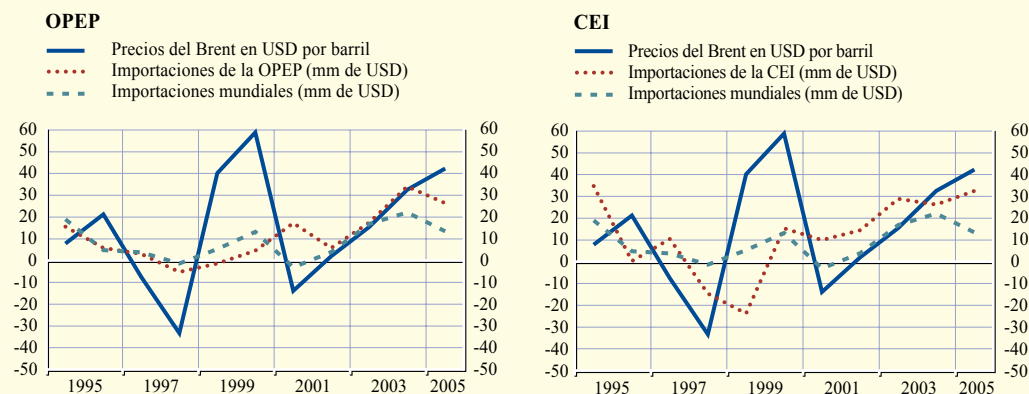
Fuentes: FMI y Bloomberg.

con el alza de los precios del crudo, los ingresos totales provenientes del petróleo de estos dos grupos de países aumentaron de alrededor de 240 mm de dólares estadounidenses en el año 2002 a más de 630 mm de dólares en el 2005 (véase gráfico B).

Como consecuencia del aumento de los ingresos provenientes del petróleo, resultado del alza de los precios del crudo a partir de 1998, los países exportadores de petróleo registraron notables incrementos en el crecimiento de sus importaciones. Este cambio es particularmente evidente en el período comprendido

Gráfico C Importaciones de los países de la OPEP y de la CEI

(tasas de variación interanual)



Fuentes: FMI y Bloomberg.

Cuotas de mercado de importación de algunas economías de la OPEP y de la CEI

(porcentajes)

	OPEP					CEI				
	1998	2000	2002	2004	2005	1998	2000	2002	2004	2005
Zona del euro	27,0	25,5	27,6	27,4	25,3	39,8	39,9	41,7	40,0	36,8
Estados Unidos	16,1	14,1	10,3	9,1	10,6	11,2	10,7	8,2	6,0	5,3
Reino Unido	6,2	5,3	5,0	4,5	5,3	4,0	4,1	3,4	3,7	3,3
Asia excluidos Japón y China	17,0	19,5	20,3	20,1	20,3	7,4	6,4	6,8	7,6	8,9
Japón	9,5	9,7	8,6	7,1	6,7	2,3	2,7	2,6	5,5	5,4
China	3,8	4,3	5,7	7,8	8,5	3,0	3,8	6,1	7,9	12,1

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

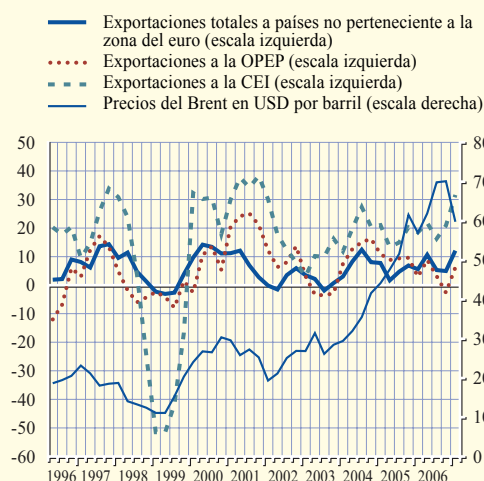
Notas: Las cuotas de mercado de importación se calculan para las importaciones de países no pertenecientes a la OPEP ni a la CEI.

entre los años 2000 y 2005, en el que las importaciones de los países de la OPEP y de la CEI aumentaron, en promedio anual, aproximadamente un 20% en términos de dólares nominales, es decir, casi el doble de la tasa de crecimiento de las importaciones mundiales durante el mismo período (gráfico C).

Los países que parecen haberse beneficiado más que otros del aumento de las importaciones como consecuencia del incremento de los ingresos provenientes del petróleo son China y otros países de Asia, excluido Japón, ya que lograron elevar su cuota en los mercados de importación de la OPEP y la CEI entre 1998 y el 2005 (véase cuadro A). Al mismo tiempo, la cuota de importación de Estados Unidos en estos dos mercados, así como las respectivas cuotas de Japón y Reino Unido en el mercado de importación de la OPEP se redujeron significativamente, en algunos casos, en más de un tercio. Por su parte, los exportadores de la zona del euro parecen haber obtenido resultados relativamente favorables en la medida en que la cuota de mercado de importación de la zona del euro en ambas regiones exportadoras de petróleo se ha mantenido bastante estable hasta el año 2004, antes de reducirse en el 2005. Como resultado, las importaciones de la OPEP y de la CEI provenientes de la zona del euro crecieron a una tasa media interanual del 16% y del 22%, respectivamente, en el período 2000-2005.

Gráfico D Exportaciones reales de bienes de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Considerando las cuotas de exportación por sectores de la zona del euro en los mercados de la OPEP y de la CEI, las claras tendencias alcistas en varios sectores como el de productos químicos sugieren que las exportaciones de estos sectores son las que más se están beneficiando con el reciclaje de la factura del petróleo. Al mismo tiempo, el sector de maquinaria y equipo de transporte —que representa una notable proporción de las exportaciones de la zona del euro a los países de la OPEP y de la CEI— ha mantenido una cuota de mercado relativamente estable.

Como resultado de la creciente demanda de los países exportadores de petróleo y de los resultados relativamente positivos obtenidos por la zona del euro en estos mercados, las exportaciones reales de la zona a los países de la OPEP y de la CEI han aumentado vigorosamente (véase gráfico D). Entre el año 2000 y el 2006, el crecimiento interanual

de dichas exportaciones fue, en términos reales, del 9% y del 21%, respectivamente, en promedio, es decir, significativamente superior al crecimiento medio de las exportaciones reales totales de bienes a países no pertenecientes a la zona (6%). También es evidente que a los períodos de notable incremento de los precios del petróleo, siguió una aceleración de las exportaciones de la zona del euro, en términos reales, a estos países productores de petróleo.

En general, no debería sobreestimarse el efecto del reciclaje de la factura del petróleo sobre las exportaciones de la zona del euro, especialmente, habida cuenta de que la cuota agregada de los países de la OPEP y de la CEI en las exportaciones de la zona del euro a los países no pertenecientes a la misma es relativamente reducida (alrededor del 10% en el 2006). Además, las exportaciones a los países productores de petróleo se han visto afectadas también por otros factores al margen del alza de los precios del crudo, como la integración de los países de la CEI en la economía mundial.

En resumen, si bien el elevado precio del petróleo ha hecho que la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registre déficit, se observan también algunos efectos positivos atenuantes sobre las exportaciones de la zona, asociados al reciclaje de la factura del petróleo. Además, el impacto de ese reciclaje podría haber sido algo más favorable para la zona del euro en comparación con algunos de sus principales competidores.

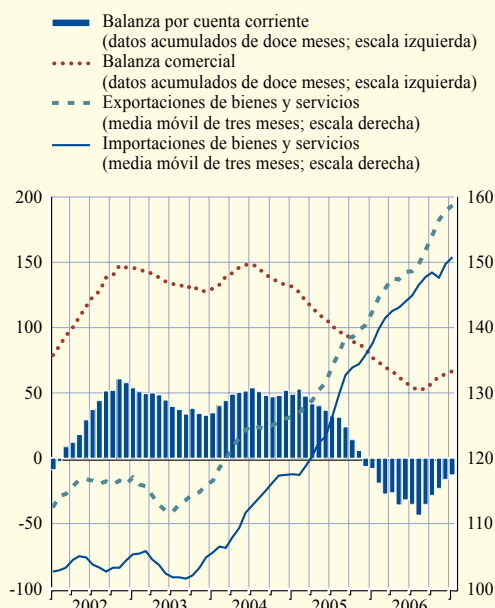
Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta enero del 2007 registró un déficit de 12,8 mm de euros (alrededor del 0,2% del PIB), ya que los superávits de las balanzas de bienes y servicios se compensaron con los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. El ligero incremento del déficit por cuenta corriente con respecto a los 7,8 mm de euros (casi el 0,1% del PIB) registrados un año antes es atribuible, principalmente, a un descenso del superávit de la balanza de bienes como consecuencia del incremento, en promedio, de los precios del petróleo y de otras materias primas durante este período. Sin embargo, considerando las medias móviles de tres meses, el deterioro de la balanza comercial y de la balanza por cuenta corriente se ha corregido, en parte, desde mediados del 2006. Esta corrección se ha visto respaldada últimamente por el sólido crecimiento de las exportaciones de bienes y la moderación de las importaciones, esta última como consecuencia, en cierta medida, del descenso de los precios del petróleo en el último trimestre del año pasado (véase gráfico 32).

CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta enero del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en prome-

Gráfico 32 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 33 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

dio, unas entradas netas mensuales de 24,6 mm de euros, como resultado de las entradas netas de inversiones de cartera (con una media mensual de 40 mm de euros), que compensaron con creces las salidas netas de inversiones directas (15,5 mm de euros). Las inversiones de cartera contabilizaron grandes entradas netas de acciones y participaciones, así como de bonos y obligaciones y salidas netas de instrumentos del mercado monetario (véase cuadro 8).

En los doce meses transcurridos hasta enero del 2007, las entradas netas acumuladas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 178,5 mm de euros, frente a las salidas netas de 57,3 mm de euros registradas un año antes. El cambio de signo de los flujos netos de capital tuvo principalmente su origen en el incremento de las compras netas de valores de cartera de la zona del euro por parte de no residentes y en el descenso de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 33), en el contexto de unas favorables perspectivas económicas para la zona del euro.

ARTÍCULOS

LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LOS MERCADOS FINANCIEROS



La comunicación con el público en general y con los mercados financieros es crucial para cualquier banco central porque puede aumentar la eficacia y la credibilidad de la política monetaria. En este artículo se examinan los principales efectos de la comunicación externa del BCE respecto a la política monetaria, centrándose la atención, en particular, en los expertos de los mercados financieros y de los medios de comunicación. El BCE ha publicado su estrategia de política monetaria —es decir, una definición cuantitativa de estabilidad de precios y un enfoque de dos pilares para analizar los riesgos que amenazan dicha estabilidad— desde el principio mismo, en octubre de 1998. Con ello, sentó las bases para lograr un alto grado de credibilidad e hizo hincapié en su compromiso de mantener la apertura y la transparencia. Por consiguiente, la estrategia ha contribuido a anclar con éxito las expectativas de inflación en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE. El comunicado preliminar de la conferencia de prensa mensual es el principal cauce de comunicación del BCE. En él se explican con detalle las decisiones adoptadas en materia de política monetaria, se transmite la opinión colectiva del Consejo de Gobierno sobre la orientación de la política monetaria en tiempo real y se atrae, de forma notable, el interés de los participantes en el mercado monetario, al tiempo que se accede a un público más amplio a través de los medios de comunicación. El Boletín Mensual proporciona un análisis económico, financiero y monetario más detallado y completo una semana después de que el Consejo de Gobierno celebre su primera reunión de cada mes. Además, los miembros del Consejo de Gobierno conceden entrevistas y pronuncian discursos ante un público muy variado en el período que media entre las reuniones, explicando las decisiones adoptadas y comentando temas que entran dentro del ámbito de competencias del BCE. En general, la evidencia empírica confirma que la comunicación franca y puntual de los objetivos, la estrategia y la evaluación de las perspectivas económicas por parte del BCE se ha reflejado en un elevado nivel de previsibilidad de sus decisiones de política monetaria. Asimismo, la menor volatilidad de los mercados en los últimos años corrobora la opinión de que, con el paso del tiempo, se ha llegado a entender mejor el marco de la política monetaria del BCE y se ha mejorado su comunicación.

I INTRODUCCIÓN

La comunicación es un elemento fundamental para la transparencia de un banco central. Junto con la tendencia reciente hacia la independencia de los bancos centrales a escala mundial —y, en parte, como resultado de esta tendencia— la transparencia en materia de política monetaria se considera hoy día la mejor práctica en el ámbito de la banca central¹. Ello se deriva de la correspondiente necesidad de que los bancos centrales independientes rindan cuentas de sus acciones, así como de una conciencia cada vez más clara de que la transparencia y la apertura pueden aumentar la eficacia de la política monetaria. Por consiguiente, los bancos centrales hacen hoy día más hincapié que en el pasado en la comunicación directa con el público. A su vez, esto ha afectado a todos los aspectos de la comunicación, como el anuncio y la clarificación (y, con frecuencia, la cuantificación) de los objetivos de un banco central, el anuncio y la explicación de las decisiones de política monetaria, y la comunicación de la evaluación de la situación económica actual y de sus perspectivas por parte del banco central.

Si bien el BCE ofrece información a un gran número de destinatarios —público en general, organizaciones y entes políticos, mercados financieros y medios de comunicación—, el presente artículo se centra, en particular, en el impacto de los cauces normales de comunicación de la política monetaria en los expertos de los mercados financieros y de los medios de comunicación. El principal objetivo de este artículo es describir el papel que desempeña esa comunicación como instrumento para potenciar la eficacia general de la política monetaria. En la sección 2 se analiza este tema desde una perspectiva conceptual. Por un lado, como la incertidumbre de los agentes privados respecto al funcionamiento de la economía y a la ejecución de la política monetaria podría entrañar consecuencias negativas de notable magnitud, se esgrimen contundentes argumentos a favor de que la comunicación sea lo más amplia posible. Por otra parte, es necesario mantener la coherencia entre «las palabras y los hechos», por lo que en el

¹ Véase el artículo titulado «La transparencia en la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2002.

artículo se llama la atención sobre los límites de la política de comunicaciones del banco central cuando existe el riesgo de que las opiniones de éste puedan desplazar a la información privada, agregada por los precios de los mercados financieros. Además, se enumeran los pros y los contras de ampliar el grado de transparencia del banco central respecto a la comunicación de la política monetaria y su orientación en el futuro. En la sección 3 se resume la evidencia empírica disponible, en primer lugar, examinando el impacto del anuncio de un objetivo del banco central sobre las expectativas de inflación y el comportamiento económico y, en segundo lugar, describiendo con cierto detalle el impacto sobre los mercados financieros de algunos instrumentos concretos de comunicación. En la sección 4 se presentan un resumen y las conclusiones del artículo.

2 EFECTOS DE LA COMUNICACIÓN: MARCO CONCEPTUAL

La transparencia de un banco central y su principal instrumento, la comunicación, son importantes para la eficacia y la credibilidad, y también para la previsibilidad de la política monetaria. Los bancos centrales modernos utilizan una amplia gama de cauces de comunicación, como las conferencias de prensa, los boletines, los discursos o las actas, con el fin de aumentar la transparencia y, por ende, la eficacia de la política monetaria en el marco de una estrategia de comunicación bien definida. Para ello es necesario que el banco central facilite de forma clara, franca y puntual al público en general y a los mercados financieros toda la información pertinente sobre sus competencias, su estrategia y el fundamento racional de sus decisiones de política monetaria.

La transparencia hace que la política monetaria sea más eficaz, al menos, por dos razones. En primer lugar, la claridad respecto a sus competencias y a los medios para cumplir las funciones que tiene encomendadas ayuda al banco central a aumentar la credibilidad. Cuando se tiene la impresión de que un banco central está capacitado y actúa con determinación para cumplir sus funciones, es probable que las expectativas respecto a los precios estén

bien ancladas. En segundo lugar, la transparencia ayuda a los participantes en los mercados a entender la estructura de respuesta sistemática de la política monetaria a la evolución económica y a las perturbaciones, lo que hace que las decisiones de política sean más previsibles. La previsibilidad es deseable para los bancos centrales, ya que reduce la incertidumbre respecto a los tipos de interés y, por lo tanto, facilita la fijación de los precios de los activos. Puede distinguirse entre los conceptos de previsibilidad a corto y a largo plazo². La previsibilidad a corto plazo se consigue cuando los mercados financieros pueden anticipar correctamente las decisiones inminentes de política monetaria de un banco central, mientras que la previsibilidad a largo plazo comprende la capacidad de los participantes en los mercados financieros y del público para entender el marco de la política monetaria, es decir, sus objetivos y su ejecución coherente a lo largo del tiempo. Así pues, la previsibilidad a más largo plazo exige contar con una estrategia de política monetaria transparente y creíble. Esta, a su vez, aumenta la eficacia de la política monetaria en la medida en que ofrece una orientación a los participantes en los mercados, que, de esta manera, pueden formarse unas expectativas más exactas respecto a la evolución de los precios en el futuro.

El sólido anclaje de las expectativas de inflación en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios de un banco central reviste una importancia crucial para la ejecución de la política monetaria. Los bancos centrales sólo pueden influir directamente en los tipos de interés a muy corto plazo a través de sus medidas de política monetaria. Sin embargo, las decisiones de consumo e inversión y, en última instancia, de la evolución de los precios a medio plazo se toman función de consideraciones intertemporales, que, en gran medida, están sujetas a la influencia de los tipos de interés a más largo plazo. Éstos dependen a su vez, en gran medida, de las expectativas privadas respecto a las decisiones futuras del banco central y a la evaluación que haga el público de la capacidad de un banco central y de su determinación para alcanzar sus objetivos en un plazo medio

2 Véase el artículo titulado «Previsibilidad de la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2006.

a largo. En este sentido, es deseable para los bancos centrales que haya un elevado nivel de previsibilidad a largo plazo y, por consiguiente, de credibilidad, ya que con ello se puede dar lugar a una transmisión más inmediata de las intenciones de política monetaria a las decisiones de inversión y consumo y, por ende, acelerar los necesarios ajustes económicos.

Por lo tanto, un elevado nivel de previsibilidad a más largo plazo en un entorno macroeconómico en evolución no presupone comunicar la magnitud o el momento exactos de las decisiones de política monetaria, ya que éstos son condicionales y no pueden comprometerse de antemano. Para esos horizontes temporales, la previsibilidad depende más bien de la capacidad del sector privado para incorporar los cambios en las circunstancias económicas anticipando la dirección general de la política de un banco central dentro de una estrategia bien definida y creíble.

COMUNICACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

Para lograr la previsibilidad a más largo plazo, es esencial que el banco central actúe con transparencia y credibilidad con respecto a su objetivo, y que su política de comunicación ayude a los mercados a entender la respuesta sistemática de la política monetaria a los cambios en el entorno económico.

En ausencia de una orientación firme respecto a la estrategia y el objetivo de la política monetaria, el banco central corre el riesgo de que los participantes en los mercados ajusten sus expectativas a más largo plazo adaptándose simplemente a las circunstancias del momento. Por ejemplo, si no hay información relativa al objetivo del banco central, las perturbaciones a corto plazo en la inflación probablemente alterarían las expectativas y, como resultado, se produciría una nueva evaluación de la tasa de inflación que el público espera prevalezca en el futuro. Ello podría obligar al banco central a reaccionar de forma excesivamente agresiva frente a los riesgos inflacionistas, a fin de mostrar su determinación de garantizar la estabilidad de precios³. Por el contrario, si el banco central comunica de forma

precisa y coherente el objetivo último y la estrategia en que se basa su comportamiento en presencia de riesgos que podrían amenazar la consecución de ese objetivo, se reduce al mínimo la sensibilidad de las expectativas frente a las perturbaciones a corto plazo. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantendrán en línea con el objetivo del banco central, y ello, a su vez, facilitará la ejecución de la política monetaria.

En este contexto, otra tarea importante del banco central consiste en explicar al público los límites de sus competencias y su capacidad, a fin de evitar la creación de falsas expectativas que se traduzcan en una pérdida de credibilidad⁴. Dicho de otra forma, el banco central debe comunicar lo que la política monetaria puede conseguir y lo que no puede. Por ejemplo, dados los prolongados y variables desfases de la política monetaria, el banco central sólo puede controlar la inflación en un horizonte de medio a largo plazo, y no puede compensar las variaciones a corto plazo de la tasa de inflación causadas por los componentes más volátiles del índice de precios (por ejemplo, los precios de la energía y los alimentos). Al mismo tiempo, la política monetaria tampoco puede afectar directamente a la tasa de crecimiento de la productividad y del producto potencial. No obstante, sí puede contribuir a crear un entorno macroeconómico favorable para las decisiones de consumo e inversión fomentando tasas de inflación bajas y estables, lo que reduciría, por ende, la incertidumbre general en la economía. Por este motivo, el banco central, mediante una comunicación eficaz y coherente de su estrategia de política monetaria, de sus objetivos y sus limitaciones, puede reducir los costes de dicha incertidumbre para los consumidores y los inversores, y estimular el crecimiento económico y el bienestar.

A este respecto, la publicación de la estrategia de política monetaria del BCE en octubre de 1998,

3 Véase Orphanides A., y J. Williams (2002), «Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy», en B. Bernanke y M. Woodford (editores): *The inflation targeting debate*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 201-234.

4 Véase Issing, O. (2005), «Communication, transparency, accountability: Monetary policy in the twenty-first century», *Federal Reserve Bank of Saint Louis Economic Review*, marzo/abril del 2005, pp. 65-83.

es decir, la definición cuantitativa de estabilidad de precios que habrá de mantenerse a medio plazo y un enfoque de los dos pilares para el análisis de los riesgos que amenazan dicha estabilidad, constituyó la base de una política de comunicaciones abierta y coherente para los años venideros⁵. La evaluación precisa de la estrategia del BCE en mayo del 2003 se tradujo en una explicación más clara de estos elementos clave y facilitó la comunicación y la comprensión de la estrategia de política monetaria de la institución en el futuro. En particular, el Consejo de Gobierno aclaró los puntos relativos a la contrastación de la información proveniente de los análisis monetarios y económicos con su evaluación global unificada de los riesgos para la estabilidad de precios.

En este sentido, la estrategia ha servido como marco para los debates de política en los órganos rectores y, al mismo tiempo, como medio para explicar la ejecución de la política monetaria al público. Desde el comienzo, ello ha contribuido a garantizar la coherencia entre el análisis interno y la comunicación externa, que es la esencia de la transparencia. Además, la definición cuantitativa de la estabilidad de precios también sirve al objetivo de la rendición de cuentas, en la medida en que establece un indicador de referencia contra el que se pueden medir los resultados obtenidos por el BCE en relación con el mantenimiento de esa estabilidad⁶.

Hay que destacar que, al formular el objetivo primordial de la política monetaria en términos cuantitativos y anunciar una estrategia explícita de política monetaria, el BCE ha sentado las bases para que los participantes en los mercados se formen sus expectativas de forma más eficiente. Por consiguiente, en la zona del euro, tanto las expectativas de inflación a medio plazo basadas en las encuestas, como las basadas en el mercado, se han mantenido relativamente bien ancladas en niveles compatibles con el objetivo cuantitativo del BCE, incluso en momentos en los que la evolución de la inflación ha estado sujeta a la volatilidad temporal introducida por perturbaciones adversas ya fuera por el lado de la oferta como por el lado de la demanda.

COMUNICACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En un entorno de información incompleta sobre el estado de la economía y su funcionamiento, entender genuinamente la estrategia y el objetivo del banco central es una condición necesaria pero no suficiente para que los participantes en los mercados se formen unas expectativas pertinentes respecto al rumbo futuro de la política monetaria. Entre las expectativas del sector privado y las del banco central pueden producirse discrepancias en cualquier momento, debido a las diferencias en la interpretación y la evaluación de la situación de la economía y las consiguientes reacciones de la política. Por lo tanto los bancos centrales no escatiman esfuerzos para explicar el argumento económico en que se basan las decisiones de política monetaria y, para ello, proporcionan análisis detallados y completos de la situación económica y monetaria actual y de sus expectativas condicionales respecto a la evolución más probable de la economía en el futuro. Al hacerlo, el banco central combina su interpretación de la evidencia más reciente con su evaluación de las consecuencias que el estado actual de la economía puede tener para la dirección estratégica de la política monetaria. Basándose en estas explicaciones, los observadores pueden desarrollar de forma continua un conocimiento más cabal del comportamiento sistemático de la política monetaria, que se traducirá en un alto nivel de previsibilidad a corto y largo plazo.

A pesar de este elevado nivel de transparencia y previsibilidad, los bancos centrales se enfrentan a una demanda creciente de señales respecto a la orientación futura de la política monetaria. Se argumenta que con ello se reduciría el riesgo en la volatilidad en los mercados financieros y se facilitaría un ajuste más fluido de la economía y del mercado monetario, en particular, frente a las variaciones de los tipos de interés oficiales. Además, pueden reducir la complejidad que conlleva explicar el proceso de formulación de la política monetaria⁷. En la

5 Véase el artículo titulado «La política de comunicación del Banco Central Europeo», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2001.

6 Véase el artículo titulado «La rendición de cuentas del BCE», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2002.

7 Véase Woodford, M. (2005), «Central bank communication and policy effectiveness», Working Paper n.º 11898, NBER.

práctica, los bancos centrales utilizan diversos tipos de orientación basada en la evolución futura, que pueden variar con el tiempo y que dependen, en gran medida, de la estrategia de política monetaria y del estado de la economía. En este sentido, pueden distinguirse tres grandes tipos de orientación. En primer lugar, el banco central puede enviar señales cualitativas que conlleven el uso de un lenguaje prospectivo implícito en sus comunicaciones externas, dirigido a los mercados financieros, sobre la futura orientación de la política monetaria. Estas señales condicionales se envían, principalmente, mediante la explicación exhaustiva de la evolución económica y monetaria y la evaluación de sus probables repercusiones para el objetivo de la estabilidad de precios en un horizonte de medio plazo. En segundo lugar, el banco central puede emitir comunicados sobre sesgos o evaluaciones del riesgo que proporcionen una orientación indirecta respecto a la probable dirección de la política monetaria en el futuro, condicionadas a la información disponible. Por último, los bancos centrales pueden ofrecer previsiones de inflación condicionales, elaboradas en torno a un supuesto específico respecto a los tipos de interés futuros a corto plazo, o publicar una trayectoria cuantificada de la evolución de los tipos de interés a corto plazo, coherente con sus proyecciones internas.

Este tipo de orientación basada en la evolución futura también lleva asociados varios riesgos. Por ejemplo, los participantes en los mercados y el público pueden considerar que las señales constituyen una cuasi promesa o que representan un elevado grado de compromiso, sin llegar a entender la condicionalidad de la secuencia de los tipos de interés a corto plazo que se señala⁸. Si el banco central se ve obligado a actuar de manera contraria a lo que había indicado con anterioridad, como respuesta a nueva información o a una reconsideración del estado de la economía, esta conducta puede considerarse como un fallo de la institución y puede dañar su reputación y su credibilidad, aun cuando el banco pueda tener argumentos convincentes para justificar esa nueva evaluación de la situación económica subyacente. Además, el banco central puede verse obligado a elegir entre gestionar las expectativas del mercado y aprender de ellas⁹. Las medidas de las expectativas de crecimiento y de inflación

basadas en el mercado sirven como importantes elementos de verificación de la política monetaria en la evaluación que hace el banco central del estado de la economía y de su evolución probable en el futuro. Al ofrecer orientación anticipada directa sobre la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales, los bancos centrales se arriesgan a reducir el valor de estas señales como fuente independiente de información.

Por lo tanto, el banco central ha de elegir una estrategia de comunicación adecuada y, en particular, el grado de orientación prospectiva explícita, a la luz de su evaluación del impacto de la comunicación sobre la eficiencia de la política monetaria. La comunicación es, per se, insuficiente para garantizar un impacto duradero sobre la formación de las expectativas por parte de los participantes en los mercados financieros. En última instancia, la orientación de las expectativas respecto a los tipos de interés requiere no sólo una comunicación prospectiva, sino también coherencia entre «las palabras y los hechos» y un historial de decisiones de política monetaria que respalde la credibilidad del banco central. Además, la orientación de cara al futuro debe diseñarse de tal manera que no desaliente una actividad fundamental que se realiza en los mercados financieros, a saber, el ajuste permanente de la comprensión, por parte de dichos mercados, del comportamiento sistemático en virtud del cual la política monetaria reacciona ante diferentes condiciones económicas y monetarias. Por último, en algunas circunstancias, la comunicación por parte del banco central puede traducirse en un desplazamiento de la información privada, lo que dificultaría, al menos temporalmente, la extracción de señales significativas de los indicadores del mercado financiero, que normalmente se utilizan como fuentes de información en el proceso de formulación de la política monetaria¹⁰.

8 Véase Goodhart, C.A.E. (2001), «Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates», *Federal Reserve Bank of Saint Louis Economic Review*, julio/agosto del 2001, pp. 165-182.

9 Véase Morris, S. y H. Shin (2002), «Social value of public information», *American Economic Review* (92) 5, pp. 1521-1534.

10 Amato, J., Morris, S. y H. Shin (2002), «Communication and monetary policy», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18, n.º 4, pp. 495-503.

3 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LOS EFECTOS DE LA COMUNICACIÓN

Las consideraciones conceptuales descritas en la sección anterior han puesto de manifiesto varias ventajas potenciales que pueden derivarse de una comunicación clara y transparente. No obstante, el que estas ventajas se materialicen o no sigue siendo una cuestión empírica. En esta sección se resume la evidencia empírica disponible, en primer lugar, examinando el impacto del anuncio de un objetivo del banco central sobre las expectativas de inflación y el comportamiento económico y, en segundo lugar, describiendo con cierto detalle el impacto de algunos instrumentos concretos de comunicación del BCE sobre los mercados financieros.

3.1 COMUNICACIÓN DEL OBJETIVO Y LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

Como se indica en la sección 2, la adopción y el anuncio de la estrategia de política monetaria y de los objetivos de la política constituyen en sí un importante paso hacia la transparencia de dicha política. En particular, el anuncio de una definición cuantitativa de estabilidad de precios ofrece un indicador claro y mensurable, de cuyo cumplimiento se puede obligar al banco central a rendir cuentas, y, al mismo tiempo, proporciona al público una orientación para que se puedan formar expectativas sobre la futura evolución de los precios de manera más eficiente y exacta. En la práctica, una mayoría de países industrializados han adoptado alguna forma de objetivo de inflación, o, especialmente en el caso del BCE, han formulado una definición cuantitativa precisa de la estabilidad de precios como elemento clave de su marco de política monetaria.

Existe una innegable evidencia empírica de que, ciertamente, el anuncio de una definición cuantitativa de estabilidad de precios afecta a las expectativas de inflación, lo que corrobora la idea de que un objetivo claro y transparente puede servir como centro de atención para las expectativas inflacionistas de los agentes. Los bancos centrales han establecido un buen historial en ese sentido. De hecho, los resultados empíricos confirman que la definición precisa de estabilidad de precios o el

anuncio de un objetivo de inflación reducen dichas expectativas. Además, las expectativas de inflación ya no guardan una correlación con la inflación pasada, ni tampoco tienden a reaccionar frente a los anuncios de novedades macroeconómicas¹¹. Así pues, la evidencia empírica sugiere claramente que un objetivo claro y transparente contribuye a anclar las expectativas de inflación en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del banco central.

Sin embargo, esto no significa automáticamente que exista también un efecto sobre la inflación corriente y su dinámica. Una vez más, esta cuestión ha de plantearse empíricamente. En los análisis comparativos por países, se ha observado que la existencia de un objetivo cuantificado tiene un impacto mensurable sobre los resultados de la inflación. En ese sentido, importa más la cuantificación del objetivo que su forma exacta. Si bien los objetivos cuantificados de carácter monetario o para los tipos de cambio también tienden a reducir la inflación observada, los efectos más notables se observan en los bancos centrales que anunciaron una definición precisa de estabilidad de precios. Además, no sólo se ha observado que la inflación es más baja, sino que también se ve mucho menos afectada por los valores registrados en el pasado cuando existe una definición cuantificada de estabilidad de precios¹².

En pocas palabras, la evidencia empírica sugiere inequívocamente que el anuncio y, en particular, la cuantificación de un objetivo del banco central son algo beneficioso, ya que facilitan la ejecución de la política monetaria a través de sus efectos sobre las expectativas de los agentes privados y contribuyen

11 Véase Johnson, D. (2002), «The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel», *Journal of Monetary Economics* 49, pp. 1521-1538; Levin, A.T., F. M. Natalucci y J. M. Pigger (2004), «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», Working Paper n.º 383, BCE, y Gürkaynak, R., A. Levin y E. Swanson (2006), «Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK, and Sweden», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper n.º 2006-09.

12 Véanse Fatas, A., I. Mihov, y A. Rose (2007), «Quantitative goals for monetary policy», de próxima publicación, *Journal of Money, Credit and Banking*; Levin, A.T., F. M. Natalucci y J. M. Pigger (2004), «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», Working Paper n.º 383, BCE.

a lograr sólidos resultados macroeconómicos. El éxito del BCE en el anclaje de las expectativas de inflación es un caso digno de mención: la publicación de la estrategia política monetaria del BCE, que incluye una definición cuantitativa de estabilidad de precios y un enfoque basado en dos pilares para analizar los riesgos que amenazan dicha estabilidad, ha servido, evidentemente, como centro de atención para las expectativas de inflación¹³.

3.2 COMUNICACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Es imposible que un banco central comunique a priori todas las contingencias, de tal forma que el público siempre pueda deducir perfectamente cuál es su evaluación simplemente interpretando los datos macroeconómicos que van llegando. Así pues, aun cuando el objetivo de política monetaria del banco central y su estrategia se entiendan bien, en general, la institución debe seguir comunicando periódicamente su evaluación de la situación económica en curso y la orientación de la política monetaria.

La mejor forma de analizar los efectos de esa comunicación es a través de las reacciones de los mercados financieros, y ello es así por tres motivos. En primer lugar, los participantes en dichos mercados probablemente darán importancia a este tipo de comunicación, ya que la información transmitida podría permitirles ajustar sus posiciones adoptadas en espera de las próximas decisiones de política monetaria. En segundo lugar, los mercados financieros reaccionan de forma puntual y rápida, lo que permite identificar una pauta de comportamiento en los análisis empíricos. En tercer lugar, los datos intradía de alta frecuencia permiten aislar el impacto que la comunicación tiene sobre los mercados financieros. Por consiguiente, estudiar los efectos de las comunicaciones de los bancos centrales sobre la orientación de la política monetaria es un proceso que guarda estrecha relación con la medición de la previsibilidad de las decisiones de política monetaria. Sin embargo, al mismo tiempo, la eficacia de la comunicación es difícil de calibrar utilizando este enfoque. Tanto una comunicación eficaz como una ineficaz pueden desencadenar reacciones en los mercados fi-

nancieros. En el primer caso, la información se transmitiría de forma apropiada y conforme a lo previsto, mientras que, en el segundo, la comunicación se traduciría, principalmente, en un aumento de la volatilidad en dichos mercados. Por lo tanto, es importante tener presente que los efectos de las comunicaciones de un banco central sobre los mercados financieros pueden interpretarse de manera diferente a la hora de medir la eficacia.

Desde un punto de vista conceptual, resulta posible y útil distinguir varios tipos de comunicación que contienen una evaluación periódica de la situación económica por parte del banco central, como los anuncios y las explicaciones de una decisión de política monetaria dada en los días en que se reúne el Consejo de Gobierno, la información complementaria que se facilita en los períodos que median entre reuniones, y la comunicación de las inclinaciones del Consejo de Gobierno en materia de política.

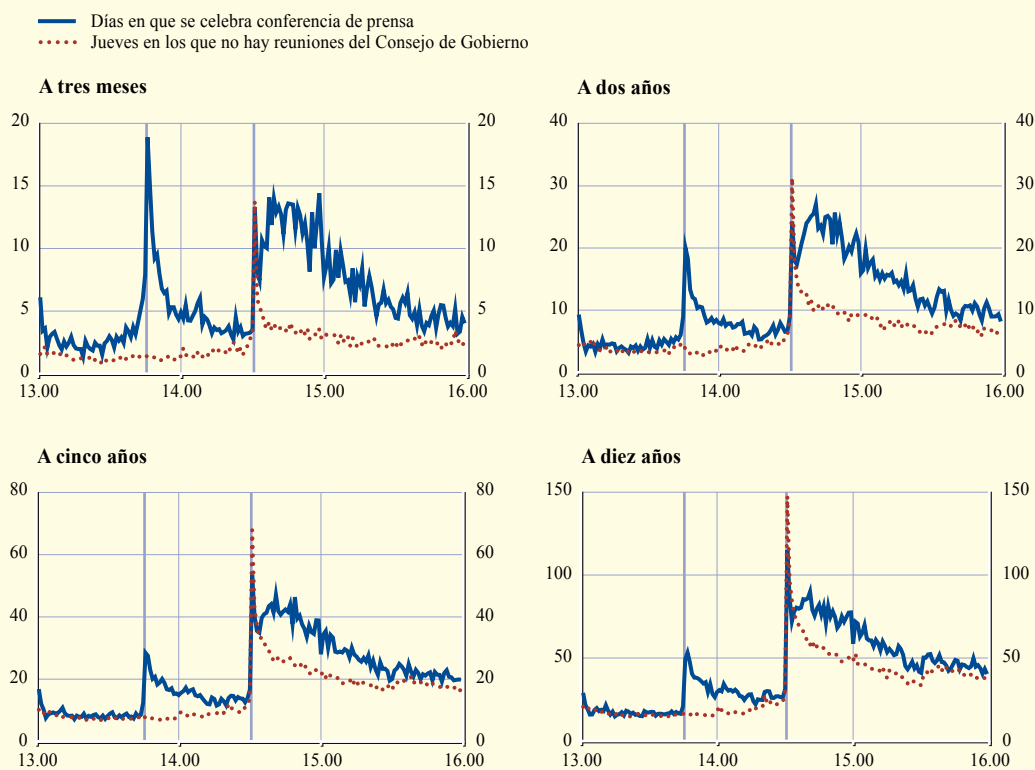
ANUNCIO Y EXPLICACIÓN DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Es práctica común entre los bancos centrales informar al público respecto a las decisiones de política monetaria tan pronto como éstas han sido adoptadas. Si bien la mayoría de los bancos centrales también facilitan explicaciones de una decisión dada en el mismo día, lo hacen en diferente medida. Entre los enfoques adoptados, la conferencia de prensa del BCE destaca por su puntualidad y grado de detalle. En este sentido, el comunicado preliminar constituye el principal instrumento de comunicación, ya que transmite la opinión colectiva del Consejo de Gobierno del BCE sobre la orientación de la política monetaria en tiempo real. A continuación, se abre una sesión de preguntas y respuestas con los representantes de los medios de comunicación.

El gráfico 1 muestra la actividad de negociación de varios mercados de futuros en el periodo trans-

13 Véase una descripción completa de las distintas medidas de las expectativas de inflación disponibles para la zona del euro, y de sus resultados, en el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2006.

Gráfico 1 Número medio de operaciones por minuto en los días en que tiene lugar la conferencia de prensa, en comparación con los jueves en que no se celebran reuniones del Consejo de Gobierno, 1999-2006



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las barras verticales más gruesas indican las 13.45, es decir, la hora en que se anuncia la decisión de política monetaria; a las 14.30 da comienzo la conferencia de prensa del BCE. Vencimiento a tres meses: futuros sobre el Euribor a tres meses cotizados en LIFFE; vencimiento a dos años: futuros Schatz alemanes a dos años cotizados en EUREX; vencimiento a cinco años: futuros Bobl alemanes a cinco años cotizados en EUREX; vencimiento a diez años: futuros Bund alemanes a diez años cotizados en EUREX. El acusado incremento de la actividad negociadora a las 14.30 los días en que tiene lugar la conferencia de prensa, así como los otros jueves, tiene relación con la apertura de los mercados estadounidenses y la publicación semanal de los datos sobre solicitudes de prestaciones por desempleo en Estados Unidos.

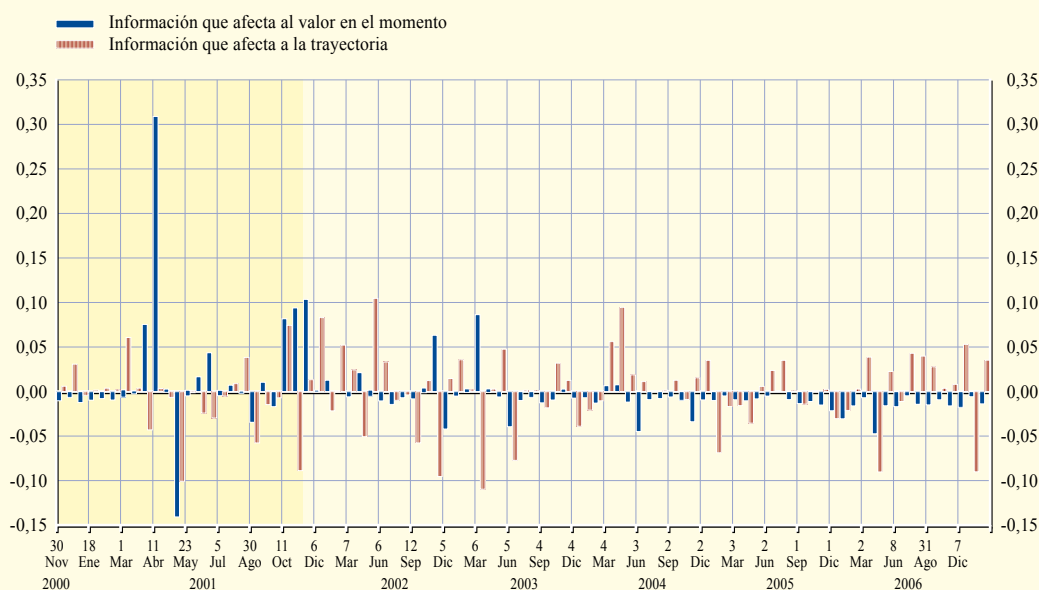
currido entre las 13.00 y las 16.00 horas de los días en los que se celebra la conferencia de prensa (línea azul) y de los jueves (es decir, los mismos días de la semana) en los que no se celebran reuniones del Consejo de Gobierno (línea roja de puntos), expresada como medias por minuto, para el intervalo comprendido entre los años 1999 y 2006¹⁴. Se observa que la actividad aumenta de forma acusada en respuesta al anuncio de la decisión de política monetaria a las 13.45 horas, pero también durante el tiempo que dura la conferencia de prensa, es decir, después de las 14.30 horas. Esta cifra ofrece un primer indicio de que tanto el anuncio de la decisión como la correspondiente comunicación proporcionan información a los mercados financieros.

Como puede observarse en el gráfico 2, este indicio se corrobora si se separa la información que afecta al valor en el momento («jump news») de la que afecta a la trayectoria («path news»), contenidas ambas en la comunicación del BCE sobre el calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. La primera indica el grado en que una decisión de política monetaria ha provocado reacciones de los mercados como consecuencia de variaciones en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (en torno a un mes). En el gráfico 2, un indicador positivo (negativo) significa que los tipos de interés a cor-

14 Véase evidencia relacionada en Andersson, M. (2007), «Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions», Working Paper n.º 726, BCE.

Gráfico 2 Detalle de las variaciones de la curva de rendimientos del mercado monetario en los días en que se reúne el Consejo de Gobierno

(porcentajes)



Fuente: Brand, C., D. Buncie y J. Turnen (2006), «The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve», Working Paper n.º 657 del BCE.

Notas: La zona sombreada indica una frecuencia de reuniones quincenal, salvo la reunión del 30 de agosto de 2001, en cuyo caso transcurrieron cuatro semanas entre reuniones consecutivas. Los indicadores son medidas estadísticas elaboradas a partir de las variaciones de la curva de tipos *forward* del mercado monetario los días en que el Consejo de Gobierno celebra su reunión.

to plazo del mercado monetario estaban aumentando (disminuyendo) en los días de reunión del Consejo de Gobierno; el tamaño del indicador corresponde a la magnitud de la reacción de los mercados. El segundo tipo de información, la que afecta a la trayectoria, se basa, por el contrario, en las variaciones en el segmento de medio plazo de la curva de rendimientos del mercado monetario (un horizonte temporal de aproximadamente medio año o más), que no se explican por los cambios en las expectativas en horizontes de corto plazo. Es interesante señalar que este segundo tipo de información guarda una estrecha relación con los movimientos que registran los mercados mientras se celebra la conferencia de prensa del BCE, de lo que se deduce que la comunicación que rodea al anuncio de la decisión podría dar lugar a cambios significativos en las expectativas de los mercados respecto a la trayectoria de la política monetaria. El gráfico 2 indica claramente que las sorpresas respecto a las decisiones de política monetaria, obtenidas utilizando como variable sustitutiva la información que afecta al valor en el momento, se

han reducido considerablemente a lo largo del tiempo, lo que permite que la parte de la comunicación basada en la evolución futura desempeñe un papel más importante.

Esta evidencia sugiere que los mercados financieros reaccionan a las conferencias de prensa del BCE. Dado que éstas se dirigen a los medios de comunicación en general, además de a los mercados financieros y a los servicios electrónicos de información financieros, sería interesante saber cómo se reflejan en los medios, en particular porque ello permite que la comunicación del BCE llegue a un público más amplio. El análisis cuantitativo de la información en prensa generada en respuesta a la conferencia de prensa del BCE, basado en una muestra de 57 periódicos internacionales y nacionales, indica que, en promedio, la cobertura es muy amplia, aunque está sujeta a notables variaciones. La mayor parte de estas variaciones se producen a lo largo del tiempo y pueden explicarse en función de las características de la decisión de política monetaria, de las expectativas

y las reacciones de los mercados, así como del entorno macroeconómico¹⁵.

COMUNICACIÓN DURANTE EL PERÍODO QUE MEDIA ENTRE REUNIONES

Aunque la conferencia de prensa del BCE es el cauce de comunicación más importante para explicar las decisiones de política monetaria y explicar la evaluación que hace el BCE de la situación actual de la economía y de la orientación de la política monetaria, en el período que media entre reuniones se facilita otra información a través de discursos, entrevistas y declaraciones públicas. En el cuadro se observa que los discursos y las entrevistas que conceden los miembros del Consejo de Gobierno tienen potencial para afectar a los tipos de interés prácticamente en todos los plazos, desde los más cortos hasta los de cinco años. Si los mercados consideran que esas comunicaciones incluyen declaraciones que apuntan a una política monetaria más restrictiva, darán lugar a una subida de tipos, y si apuntan a una política menos restrictiva, a una bajada. Dado que la evidencia se basa en un conjunto seleccionado de los discursos y entrevistas que más probabilidades tienen de influir en los mercados financieros¹⁶, los efectos que se describen en el cuadro parecen bastante considerables, ya que las declaraciones hacen que los tipos de interés de tres meses a cinco años varíen, en promedio, entre 1,5 y 2,5 puntos básicos.

Un principio rector en esta clase de comunicaciones de los miembros del Consejo de Gobierno es la política de «una sola voz», en virtud de la cual, las opiniones expresadas son las del Consejo de Gobierno en su conjunto. La adopción de este principio se basó, inicialmente, en consideraciones conceptuales, dado que una comunicación colegiada puede ofrecer mayor claridad y fomentar una comprensión común por parte del público. La evidencia empírica comparativa a nivel internacional ha respaldado recientemente la importancia de esta política, al establecer que la previsibilidad de las decisiones de política monetaria, así como la volatilidad de los mercados, se ven afectadas cuando la comunicación de los miembros del comité del banco central es más divergente. Controlando el grado de incertidumbre de los mercados y de incertidumbre macroeconómica (que podrían tener un efecto inde-

Reacción en los mercados de los tipos de interés de la zona del euro a los discursos y las entrevistas de los miembros del Consejo de Gobierno (1999-2004)

(puntos básicos)

Tipos de interés a 3 meses	2,05 ¹⁾
Tipos de interés a 6 meses	1,57 ¹⁾
Tipos de interés a 1 año	2,47 ¹⁾
Tipos de interés a 2 años	2,48 ¹⁾
Tipos de interés a 5 años	1,96 ¹⁾
Tipos de interés a 10 años	0,61
Tipos de interés a 20 años	0,44

Fuente: Ehrmann, M., y M. Fratzscher (2005), «Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?», Working Paper n.º 488 del BCE, de próxima publicación, Journal of Money, Credit and Banking.

Notas: El cuadro muestra la respuesta de los tipos de interés, en puntos básicos, a los discursos pronunciados y a las entrevistas concedidas por los miembros del Consejo de Gobierno. La información se basa en datos diarios.

1) Denota significancia estadística al nivel del 99%.

pendiente sobre el grado de previsibilidad de una decisión de política monetaria concreta), se observa que, cuanto más divergente es la comunicación de los miembros del comité del banco central, más difícil les resulta a los mercados financieros anticipar futuras decisiones de política monetaria y mayor es el grado de incertidumbre de los mercados¹⁷.

COMUNICACIÓN DE LAS INTENCIONES RESPECTO A LA POLÍTICA

Como se mencionó en la sección 2, los bancos centrales pueden considerar conveniente, en ocasiones, ofrecer por anticipado alguna orientación a los mercados financieros respecto a sus intenciones futuras en materia de política monetaria. Algunos ejemplos son auténticos hitos en la política monetaria, como la reciente fase de ajustes, iniciada en diciembre del 2005, tras el prolongado período de estabilidad de los tipos de interés oficiales, en la medida en que plantean un reto particular para la política monetaria y para los mercados financieros. Al respecto, el BCE ha adoptado un

15 Para más información, véase Berger, H., M. Ehrmann y M. Fratzscher (2006), «Monetary policy in the media», Working Paper n.º 679, BCE.

16 Las declaraciones seleccionadas han sido facilitadas por los servicios electrónicos de información financiera y contienen los términos «tipos de interés», «inflación» o «política monetaria», y sólo se incluyen si son de carácter anticipatorio.

17 Véase Ehrmann, M., y M. Fratzscher (2005), «How should central banks communicate?», Working Paper n.º 557, BCE.

enfoque pragmático y flexible. Teniendo en cuenta el contexto específico en el que operaba la política monetaria, el BCE ofreció orientación implícita a los mercados a un plazo más corto, sin comprometerse por anticipado ni comprometer su flexibilidad respecto a futuras decisiones de política. Asimismo, el BCE ha afirmado que dichas decisiones están siempre condicionadas a los resultados de los análisis económicos y monetarios que regularmente realiza la institución.

Como se desprende de la escasa magnitud que registran últimamente la información que afecta al valor en el momento y la que afecta a la trayectoria (véase gráfico 2), un análisis de la experiencia reciente indica que, en general, la política de comunicaciones del BCE ha seguido respaldando un elevado grado de previsibilidad a corto plazo, situándose la incertidumbre general de los mercados respecto a la trayectoria de los tipos de interés oficiales en un nivel más bien bajo en términos históricos. Esto corrobora también la opinión de que la comprensión del marco de la política monetaria del BCE y su comunicación ha mejorado con el tiempo.

4 CONCLUSIÓN

La comunicación es un elemento integrante de la política monetaria. Una comunicación eficaz contribuye considerablemente a la eficacia, la credibilidad y la previsibilidad de la política monetaria, lo que ayuda a reducir la incertidumbre respecto a la inflación y, por ende, a garantizar un firme anclaje de las expectativas de inflación. Desde el principio, el BCE ha adoptado un enfoque basado en la apertura y la transparencia respecto al objetivo y la estrategia de su política monetaria, en la claridad respecto a la definición de estabilidad de precios, y en la previsibilidad en cuanto a sus decisiones. La conferencia de prensa mensual, en particular su comunicado preliminar, proporciona una explicación detallada y puntual de sus principales decisiones de política monetaria, y se estructura conforme a las líneas de la estrategia de política monetaria del BCE. Por este medio, se transmite, en tiempo real, la opinión colectiva del Consejo de Gobierno sobre la orientación de la política monetaria, evitándose así el riesgo de que un retraso en el anuncio de las

ideas y opiniones que sustentan las decisiones de política afecte a los participantes en el mercado y aumente la volatilidad.

La evidencia empírica confirma que la publicación de la estrategia de política monetaria del BCE, que incluye una definición cuantitativa de la estabilidad de precios y un enfoque de dos pilares para analizar los riesgos que amenazan dicha estabilidad, ha contribuido a anclar con éxito las expectativas de inflación en la zona del euro. Los bancos centrales que presentan objetivos cuantificados y estrategias sólidas consiguen anclar las expectativas de inflación de manera más firme. Se ha observado que la práctica de anunciar y explicar las decisiones de política monetaria tan pronto como se han adoptado facilita al mercado la comprensión de la política monetaria y hace que su ejecución sea más eficiente. Dado el alto grado de previsibilidad de los bancos centrales, los principales efectos sobre el mercado los días en que se anuncian decisiones, especialmente sobre los segmentos de más largo plazo de la curva de rendimientos, tienen su origen, más que en el anuncio de la decisión propiamente dicho, en la comunicación que lo acompaña.

Por lo que se refiere a los discursos y las entrevistas, tanto unos como otras pueden afectar a los tipos de interés en casi toda la gama de vencimientos. La evidencia empírica ha confirmado también los beneficios derivados del principio de «una sola voz» adoptado por el Consejo de Gobierno. Se ha observado que cuanto más divergente es la comunicación por parte de los responsables de la toma de decisiones, más difícil les resulta a los mercados financieros anticipar futuras decisiones de política monetaria y mayor es el grado de incertidumbre de los mercados.

Por último, con el uso flexible de un lenguaje anticipatorio implícito en sus evaluaciones económicas y monetarias habituales, el BCE ha conseguido ofrecer una orientación igualmente implícita de sus intenciones para horizontes de muy corto plazo, evitando al mismo tiempo todo tipo de compromiso previo con respecto a las futuras decisiones de política y facilitando a los participantes en los mercados financieros la comprensión de la orientación general de las políticas de la institución.

DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO EN LA ZONA DEL EURO: FUENTES E IMPLICACIONES

ARTÍCULOS

Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones

En cualquier unión monetaria y, por lo tanto, también en la zona del euro, es normal que se produzcan diferencias transitorias en el crecimiento regional del producto. Estas diferencias pueden ser reflejo de economías que se encuentran en un proceso de convergencia o de diferencias temporales normales provocadas por perturbaciones asimétricas. Sin embargo, diferencias persistentes en el crecimiento del producto también pueden ser consecuencia de políticas económicas nacionales inadecuadas o, en general, de ineficiencias estructurales en determinados países y de un funcionamiento incorrecto de los mecanismos de ajuste.

En el presente artículo se describen las principales regularidades empíricas de los diferenciales de crecimiento del producto que se observan entre los países de la zona del euro, y se analizan sus posibles factores determinantes e implicaciones para la política económica. El artículo está estructurado de la manera siguiente: la sección 1 ofrece cierta evidencia objetiva sobre los diferenciales de crecimiento del producto entre los países de la zona del euro desde una perspectiva histórica; la sección 2 señala posibles factores determinantes de estos diferenciales de crecimiento; la sección 3 examina algunas implicaciones para la política económica en el contexto de la UEM; y la sección 4 extrae una serie de conclusiones.

El análisis presentado está sujeto a ciertas salvedades. En particular, dado que no se ha desarrollado todavía un marco único y completo que permita realizar una valoración plenamente integrada de los numerosos factores determinantes de los diferenciales de crecimiento del producto, el artículo se basa en varios enfoques complementarios, pero no unificados.

I REGULARIDADES EMPÍRICAS DE LOS DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

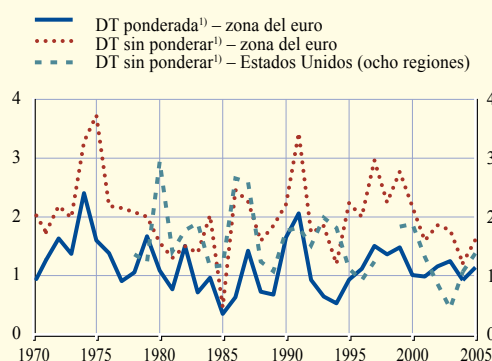
Las actuales diferencias en el crecimiento del producto de los distintos países de la zona del euro no son muy acusadas, tanto desde el punto de vista histórico como en comparación con otras áreas geográficas de referencia.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro¹, medida por la desviación típica sin ponderar, ha estado fluctuando en torno a 2 puntos porcentuales y no ha mostrado una clara tendencia al alza o a la baja en los últimos 35 años. Ocurre lo mismo con los diferenciales de crecimiento del producto, en términos ponderados, dado que la desviación típica de las tasas de crecimiento del PIB real ha oscilado en torno a 1 punto porcentual². Desde el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999, el grado de dispersión, en tasa media interanual, ha disminuido ligeramente en los doce países de la zona del euro considerados.

En comparación con otras áreas monetarias, la actual dispersión del crecimiento del producto en la

Gráfico 1 Dispersión del crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea y del Bureau of Economic Analysis (BEA) de Estados Unidos.

Notas: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991.

La zona del euro no incluye Eslovenia.

Existe una ruptura en las series estadísticas de datos regionales de Estados Unidos en 1998. Para los Estados y regiones de Estados Unidos, los datos se refieren al producto bruto por Estado. Las ocho regiones vienen definidas por el BEA y abarcan la totalidad del país.

1) DT = desviación típica.

- 1 Eslovenia no se incluye en el análisis, debido a los escasos datos disponibles sobre este país y a que no formaba parte de la zona del euro antes del 2007.
- 2 La medida ponderada de la desviación típica tiene en cuenta el tamaño de los países en términos del PIB, mientras que la medida sin ponderar atribuye el mismo peso a todos los países.

Cuadro 1 Crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	1970-1979	1980-1989	1990-1998	1990-1998		1999-2006	Últimos datos		
				1990-1994	1995-1998		2004	2005	2006
Zona del euro	3,6	2,3	2,1	1,9	2,3	2,0	1,7	1,5	2,8
Bélgica	3,6	2,2	1,9	1,8	2,2	2,1	2,7	1,5	3,0
Alemania	3,2	1,9	2,4	3,0	1,7	1,4	0,8	1,1	2,9
Irlanda ¹⁾	4,7	3,1	6,8	4,3	10,0	6,6	4,3	5,5	6,2
Grecia	5,5	0,8	1,7	0,8	2,9	4,2	4,7	3,7	3,4
España	3,9	2,7	2,5	1,7	3,4	3,7	3,2	3,5	3,9
Francia	3,8	2,5	1,7	1,3	2,2	2,1	2,0	1,2	2,0
Italia	4,0	2,6	1,4	1,1	1,7	1,3	0,9	0,1	1,9
Luxemburgo ¹⁾	2,7	4,6	4,4	4,8	3,8	4,7	3,6	4,0	6,2
Países Bajos	3,3	2,0	2,9	2,3	3,7	2,2	2,0	1,5	2,9
Austria	4,2	2,0	2,6	2,7	2,5	2,1	2,3	2,6	3,4
Portugal	5,1	3,4	2,8	1,7	4,2	1,5	1,2	0,4	1,3
Finlandia	4,1	3,5	1,3	-1,4	4,7	3,3	3,3	3,0	5,5
<i>DT sin ponderar</i> ²⁾	2,3	1,6	2,2	2,1	2,4	1,8	1,3	1,6	1,6
<i>DT ponderada</i> ²⁾	1,4	0,9	1,2	1,2	1,2	1,1	0,9	1,2	0,9

Fuentes: Datos de la Comisión Europea y de Eurostat.

Notas: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991.

Las medias por período se calculan a partir de datos de la Comisión Europea. Las medias anuales de los «últimos datos» se obtienen a partir de las cuentas nacionales trimestrales de Eurostat, para las que se dispone de los datos preliminares del cuarto trimestre del 2006 de la mayoría de países.

1) Para Irlanda y Luxemburgo, la cifra correspondiente al 2006 es la media de los tres primeros trimestres en relación con el mismo período del 2005.

2) DT = desviación típica.

zona del euro, medida por la desviación típica sin ponderar, no parece ser muy distinta de la registrada entre regiones o Estados de los Estados Unidos (véase gráfico 1)³.

Si se analiza la evolución en los distintos países, se observa que las tasas de crecimiento de Irlanda, Grecia, España, Luxemburgo y Finlandia han permanecido de forma persistente por encima de la media de la zona del euro desde mediados de los años noventa, lo que refleja, en parte, el proceso de convergencia que estaban experimentando Grecia, España e, inicialmente, también Irlanda (véase cuadro 1)⁴. Por el contrario, las tasas de crecimiento de Alemania e Italia se han mantenido constantemente por debajo de la media de la zona durante el mismo período. Sólo más recientemente, en el 2006, el crecimiento de Alemania ha alcanzado la media de la zona del euro.

En línea con la evidencia de persistentes diferencias en el crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro desde comienzos de los años noventa, la dispersión de las tasas de crecimiento

del PIB real en los países de la zona ha sido reflejo, en gran medida, de diferencias duraderas en el crecimiento tendencial y, en menor medida, de diferencias cíclicas. Este resultado se presenta en el gráfico 2, que muestra las contribuciones de los componentes cíclicos y tendenciales a la dispersión total del crecimiento del PIB real⁵. Cabe tener en cuenta que cualquier distinción entre tendencia y ciclo depende del modelo y es particularmente incierta para el período más reciente. Sin embargo, la

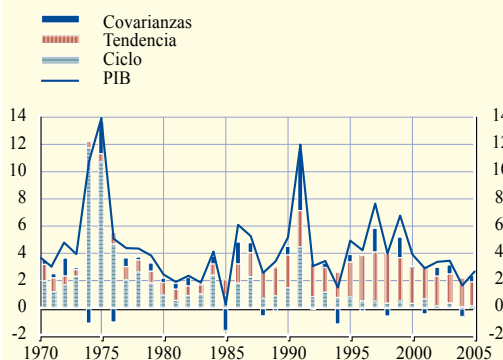
3 Para un exhaustivo análisis de la evidencia sobre los diferenciales de crecimiento del producto, véase Benalal, N., J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», Occasional Paper n.º 45, BCE, 2006.

4 Eslovenia ha experimentado también un proceso de convergencia desde 1993, superando la media de los demás países de la zona del euro en términos de crecimiento del producto. Pese a ese crecimiento relativamente vigoroso, las medidas sin ponderar de la dispersión no se han visto afectadas de forma significativa por la inclusión de Eslovenia en la zona del euro. Para un análisis más general del impacto de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro, véase el artículo titulado «La UE ampliada y las economías de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

5 Para obtener el desglose de la dispersión del crecimiento del PIB real, como medida de la dispersión es preciso utilizar la varianza en lugar de la desviación típica.

Gráfico 2 Contribuciones a la varianza del crecimiento total del PIB real en los países de la zona del euro¹⁾

(sin ponderar)

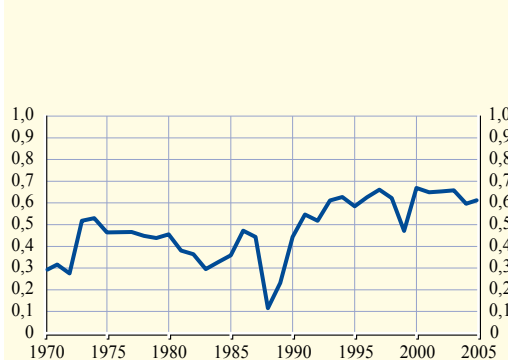


Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea. Nota: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991.

1) El desglose del componente tendencia-ciclo se ha obtenido utilizando el filtro pasabanda de Baxter King para el período 1960-2008. Para el período 2006-2008, se han utilizado las previsiones del PIB real de la Comisión Europea.

Gráfico 3 Media de las correlaciones secuenciales de ocho años de la brecha de producción en los países de la zona del euro^{1), 2)}

(sin ponderar)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea. Nota: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991.

1) El desglose del componente tendencia-ciclo se ha obtenido utilizando el filtro pasabanda de Baxter King para el período 1960-2008. Para el período 2006-2008, se han utilizado las previsiones del PIB real de la Comisión Europea.

2) En primer lugar, se calcularon las correlaciones secuenciales de ocho años de pares de países de la zona del euro y, posteriormente, la media sin ponderar de estas correlaciones.

mayor parte de los estudios parecen confirmar algunos resultados. El desglose de la varianza del crecimiento del PIB real desde principios de los años noventa apunta a un pronunciado descenso de la contribución del componente cíclico a la dispersión y, simultáneamente, a un marcado incremento de la contribución de las diferencias en el crecimiento tendencial. Dicho de otro modo, las diferencias en el crecimiento tendencial del producto pueden explicar la mayor parte de la dispersión.

En consecuencia, el grado de sincronización de los ciclos económicos entre los países de la zona del euro parece haber aumentado desde el inicio de los años noventa, situándose actualmente en niveles históricamente elevados, tal y como sugiere el gráfico 3. Este resultado es válido para varias medidas de sincronización⁶.

2 FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se estudian algunos de los posibles factores determinantes de los diferenciales de creci-

miento del producto en la zona del euro. En primer lugar, se analizan las fuentes de los diferenciales de crecimiento tendencial del PIB, basándose, principalmente, en la literatura sobre contabilidad del crecimiento, y se relacionan las diferencias entre países por el lado de la oferta con características estructurales e institucionales. En segundo lugar, se examina la relevancia de las perturbaciones y de los mecanismos de ajuste en un área monetaria. Es importante tener en cuenta que no existe todavía un marco único y completo, por lo que las conclusiones que se extraen son más bien de índole cualitativa.

2.1 FUENTES DE LOS DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO TENDENCIAL

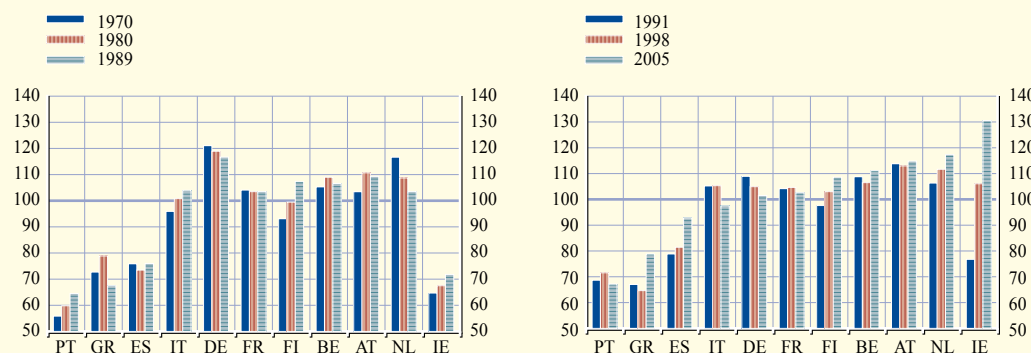
El estudio de las regularidades empíricas de los diferenciales de crecimiento entre los países de la zona del euro sugiere que las diferencias en el crecimiento tendencial desempeñan un papel fundamental. Así pues, en esta sección se analizan detenidamente los factores estructurales que de-

6 Véase también Giannone, D., y L. Reichlin, «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», Working Paper n.º 595, BCE, 2006.

Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones

Gráfico 4 PIB per cápita en paridad del poder adquisitivo¹⁾

(zona del euro = 100 en cada año considerado)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

Nota: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991.

1) En ambos gráficos, los países se han clasificado por orden ascendente para el año 2005. Luxemburgo no está incluido, debido a que los cálculos del PIB per cápita están distorsionados por el elevado número de trabajadores transfronterizos. Los cálculos para Luxemburgo mostrarían un PIB per cápita en paridad del poder adquisitivo cercano a 230 en relación con la media de la zona del euro en el 2005.

terminan los diferenciales de crecimiento tendencial, evaluando la relevancia de las condiciones iniciales, es decir, los efectos potenciales del proceso de convergencia. Asimismo, se examinan los factores por el lado de la oferta que explican las diferencias en el crecimiento tendencial del producto.

RELEVANCIA DE LAS CONDICIONES INICIALES

Los diferenciales de crecimiento del producto pueden reflejar, en parte, los procesos de convergencia en curso en países de renta más baja. El gráfico 4 muestra el nivel relativo de PIB per cápita de los países de la zona del euro, en paridad del poder adquisitivo, para varios años.

El panel izquierdo del gráfico 4 indica que, en el grupo de países de renta más baja de los años setenta (Irlanda, Grecia, España y Portugal), Irlanda y Portugal experimentaron un limitado proceso de convergencia en los años setenta y ochenta. Sin embargo, estos cuatro países se encontraban todavía muy por debajo de la media de la zona del euro en 1989. Posteriormente, Irlanda, Grecia y España realizaron progresos considerables, e Irlanda ha podido incluso alcanzar la media de la zona, y luego superarla de forma significativa en los últimos años (véase el panel derecho del gráfico 4). En cambio, el PIB per cápita de Portugal en relación

con la media de la zona del euro ha disminuido ligeramente desde el 2000.

PAPEL DE LOS FACTORES POR EL LADO DE LA OFERTA

Por el lado de la oferta, en el contexto de un marco estándar de contabilidad del crecimiento, el crecimiento del producto real puede desglosarse en variaciones de la productividad del trabajo por hora (PIB real/total de horas trabajadas), variaciones de la utilización del factor trabajo (total de horas trabajadas/población) y variaciones de la población (véase recuadro 1). El crecimiento de la productividad del trabajo por hora puede desglosarse en variaciones de la productividad total de los factores (PTF), habitualmente atribuidas a la innovación y a mejoras tecnológicas y organizativas, y variaciones de la intensificación del uso del capital. Cabe resaltar que la comparabilidad de este desglose entre países adolece de varias limitaciones de medición. Por otra parte, el ejercicio de contabilidad del crecimiento no revela relaciones causales, sino sólo proporciona un desglose contable de los diferenciales de crecimiento. En efecto, los componentes no son necesariamente independientes uno de otro (por ejemplo, según la teoría estándar del crecimiento, la tasa de intensificación del uso del capital depende de la tasa de crecimiento de la PTF).

Recuadro I

CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO

En este recuadro se analiza el desglose del crecimiento del producto en un marco estándar de contabilidad del crecimiento y se abordan algunos problemas de medición.

En términos formales, el crecimiento del PIB real puede desglosarse en la ecuación siguiente:

$$(1) \quad \Delta(\text{PIB real}) = \Delta\left(\frac{\text{PIB real}}{\text{Total horas trabajadas}}\right) + \Delta\left(\frac{\text{Total horas trabajadas}}{\text{Población}}\right) + \Delta(\text{Población})$$

en la que el primer término de la parte derecha de la ecuación representa variaciones de la productividad del trabajo por hora, y el segundo, variaciones de la utilización del factor trabajo. Según la literatura sobre contabilidad estándar del crecimiento, a su vez, el crecimiento de la productividad del trabajo por hora puede desglosarse en la ecuación siguiente:

$$(2) \quad \Delta\left(\frac{\text{PIB real}}{\text{Total horas trabajadas}}\right) = \Delta(\text{PTF}) + (1-\alpha)\Delta\left(\frac{\text{Volumen de capital}}{\text{Total horas trabajadas}}\right)$$

en la que el primer término de la parte derecha de la ecuación indica variaciones de la productividad total de los factores, y el segundo, variaciones de la intensificación del uso del capital, definido como el porcentaje de volumen de capital en relación con el empleo total (en horas trabajadas), multiplicado por el porcentaje de rentas del capital $(1-\alpha)^1$.

Pese a los importantes esfuerzos de armonización de los organismos internacionales, los problemas de medición siguen limitando la comparabilidad de la contabilidad del crecimiento entre países y a lo largo del tiempo.

En primer lugar, hay que interpretar con cautela las diferencias en las horas trabajadas que se observan entre los distintos países, dado que los datos sobre horas trabajadas no están armonizados, por lo que pueden no ser comparables.

En segundo lugar, la medición del crecimiento de la PTF adolece de una considerable incertidumbre, debido a la dificultad de medir adecuadamente las mejoras en el factor capital y el factor trabajo. La medida del crecimiento de la PTF, calculada como residuo, no incluye solamente los cambios tecnológicos no incorporados, sino también algunos cambios tecnológicos incorporados. Los cambios tecnológicos no incorporados resultan de nuevos conocimientos, proyectos y efectos de red, incluida la realización de mejoras en la gestión y organización, que permiten incrementar realmente la productividad de todos los factores de producción. Los cambios tecnológicos incorporados representan mejoras en la calidad de nuevos tipos de capital. Por otro lado, algunos factores no tecnológicos, como mejoras en la composición de la población activa por cualificaciones y errores de medición, entre otros, pueden quedar reflejados en el residuo que mide el crecimiento de la PTF².

1 La ecuación (2) se deriva de una función estándar de producción de Cobb-Douglas, en la que α se refiere al porcentaje de rentas del trabajo. Por otra parte, las variaciones de la utilización del factor trabajo pueden desglosarse en variaciones de la estructura por edades de la población, de la situación del mercado de trabajo y de la utilización de la población activa ocupada. En aras de la simplicidad, no se incluye este último desglose.

2 Si se utiliza el concepto de servicios de capital [tal y como figura en las bases de datos del Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y de la OCDE], en lugar del concepto de volumen neto de capital (que se emplea en el cuadro 3, a partir de la base de datos de la Comisión Europea) para el cálculo de la PTF, se pueden resolver algunos de los problemas de medición mencionados anteriormente (en particular, la distinción entre cambios tecnológicos incorporados y no incorporados). Sin embargo, no se ha utilizado la base de datos del GGDC, debido a la falta de series actualizadas, mientras que la base de datos de la OCDE no cubre todo el horizonte temporal requerido para este análisis.

Cuadro 2 Contabilidad del crecimiento - Desglose del crecimiento del PIB real - Ecuación (1)

(tasas de variación interanual)

	PIB real = (1)+(2)+(3)					Productividad del trabajo por hora (1)					Utilización del factor trabajo (2)					Población (3)				
	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005
Zona del euro	3,7	2,3	1,9	2,3	1,9	4,3	2,5	2,1	1,5	1,2	-1,2	-0,4	-0,7	0,5	0,2	0,6	0,3	0,5	0,3	0,5
Bélgica	3,6	2,2	1,8	2,2	2,1	4,3	2,5	2,6	0,9	1,4	-0,9	-0,4	-1,2	1,1	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,4
Alemania	3,2	1,9	3,0	1,7	1,2	4,1	2,0	2,4	2,1	1,5	-1,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	0,2	0,1	1,0	0,2	0,1
Irlanda	4,7	3,1	4,3	10,0	6,8	4,8	4,0	3,5	6,0	3,8	-1,5	-1,2	0,4	2,8	1,3	1,4	0,4	0,3	1,0	1,6
Grecia	5,5	0,8	0,8	2,9	4,3	5,6	0,3	0,0	1,9	3,7	-0,9	0,0	0,2	0,0	0,3	0,9	0,5	0,7	1,0	0,3
España	3,9	2,7	1,7	3,4	3,7	4,6	3,4	1,8	0,2	0,5	-1,8	-1,0	-0,2	2,9	1,9	1,1	0,4	0,2	0,2	1,2
Francia	3,8	2,5	1,3	2,2	2,1	4,5	3,2	1,9	1,3	2,1	-1,3	-1,1	-1,0	0,6	-0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6
Italia	4,0	2,6	1,1	1,7	1,2	4,5	2,1	1,9	1,2	0,4	-1,0	0,3	-0,8	0,5	0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	0,4
Luxemburgo	2,7	4,6	4,8	3,8	4,6	2,5	3,8	2,3	0,9	1,7	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,8	0,7	0,4	1,4	1,4	1,0
Países Bajos	3,3	2,0	2,3	3,7	2,1	4,1	2,1	1,6	1,3	1,5	-1,5	-0,6	0,0	1,8	0,0	0,9	0,6	0,7	0,5	0,5
Austria	4,2	2,0	2,7	2,5	2,0	4,5	2,3	2,8	3,6	1,6	-0,4	-0,4	-0,9	-1,1	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,5
Portugal	5,1	3,4	1,7	4,2	1,6	5,4	3,7	2,9	3,6	1,0	-1,2	-0,7	-1,2	0,3	-0,1	1,0	0,4	0,0	0,3	0,6
Finlandia	4,1	3,5	-1,4	4,7	3,1	4,5	3,0	3,1	2,8	2,1	-0,7	0,1	-4,9	1,6	0,6	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3
DT ⁷⁾	2,3	1,6	2,1	2,4	1,9	2,3	2,1	1,7	2,1	1,5	1,3	1,7	2,0	1,8	1,3	0,6	0,3	0,4	0,4	0,5

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea y del CGDC.

Notas: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991. En el recuadro 1 se ofrece una explicación de este ejercicio de contabilidad, así como algunas consideraciones metodológicas.

1) DT = desviación típica sin ponderar.

Los cuadros 2 y 3 recogen los desgloses que figuran en el recuadro 1, en las ecuaciones (1) y (2), respectivamente, para los países de la zona del euro y el período 1970-2005.

El cuadro 2 sugiere que los factores determinantes del crecimiento del PIB real desempeñaron papeles diferentes en los distintos países. En particular, centrándose en el cambio demográfico⁷, desde mediados de los noventa el crecimiento de Irlanda, España y Luxemburgo ha sido impulsado por factores demográficos favorables, reflejo, en parte, de los flujos migratorios. Sin embargo, los factores demográficos sólo han contribuido de forma marginal al crecimiento de Alemania e Italia.

Por lo que se refiere a la productividad del trabajo, se observa que algunos países de la zona del euro mostraron una notable tendencia a la baja, básicamente asociada a una desaceleración del crecimiento de la PTF (véase cuadro 3).

Por último, el descenso de la utilización del factor trabajo registrado en la mayoría de países en los años ochenta y la primera mitad de los no-

venta se invirtió en algunos países a partir de mediados de los noventa. Esta inversión es, probablemente, resultado de las eficaces reformas estructurales llevadas a cabo y de la moderación salarial observada a finales de los años ochenta y en los noventa.

Las rigideces estructurales parecen desempeñar un destacado papel en la evolución de la productividad del trabajo y de la utilización del factor trabajo en los países de la zona del euro. Por ejemplo, se ha comprobado que la regulación que limita la competencia en los mercados de bienes, servicios, trabajo y capitales tiene repercusiones negativas sobre los avances tecnológicos y, por ende, sobre el crecimiento de la productividad. La creciente evidencia empírica disponible sugiere también que las elevadas brechas fiscales son un importante determinante de las dife-

7 En el contexto del marco de contabilidad del crecimiento, los cambios demográficos afectan al crecimiento del producto, primero, a través de la tasa de crecimiento de la población y, segundo, a través de la evolución de la tasa de población en edad de trabajar, calculada como la proporción de la población en edad de trabajar en relación con la población total, que refleja los cambios en la estructura por edades de la población.

Cuadro 3 Contabilidad del crecimiento - Desglose de la productividad del trabajo - Ecuación (2)

(tasas de variación interanual)

	Productividad del trabajo por hora = (1) + (2)					PTF (1)					Intensificación del uso del capital (2)				
	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1994	1995- 1998	1999- 2005
Zona del euro	4,3	2,5	2,1	1,5	1,2	2,9	1,6	1,2	1,1	0,7	1,5	0,8	0,9	0,5	0,5
Bélgica	4,3	2,5	2,6	0,9	1,4	2,7	1,7	1,3	0,6	1,0	1,6	0,7	1,3	0,3	0,5
Alemania	4,1	2,0	2,4	2,1	1,5	2,8	1,4	1,8	1,4	1,0	1,3	0,6	0,6	0,8	0,5
Irlanda	4,8	4,0	3,5	6,0	3,8	2,8	2,4	2,8	6,0	2,7	2,0	1,6	0,7	0,0	1,2
Grecia	5,6	0,3	0,0	1,9	3,7	3,1	-0,6	-0,6	1,4	2,5	2,5	0,8	0,6	0,5	1,2
España	4,6	3,4	1,8	0,2	0,5	2,7	2,2	0,4	0,2	0,0	1,9	1,2	1,4	0,0	0,5
Francia	4,5	3,2	1,9	1,3	2,1	2,7	2,0	0,7	0,9	1,2	1,7	1,1	1,2	0,4	0,9
Italia	4,5	2,1	1,9	1,2	0,4	3,0	1,3	0,7	0,7	-0,1	1,5	0,9	1,2	0,6	0,5
Luxemburgo	2,5	3,8	2,3	0,9	1,7	1,8	3,2	1,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	0,5	1,2
Países Bajos	4,1	2,1	1,6	1,3	1,5	2,7	1,4	1,3	1,4	1,1	1,4	0,7	0,3	-0,1	0,4
Austria	4,5	2,3	2,8	3,6	1,6	3,3	1,6	1,9	2,4	1,0	1,1	0,8	0,8	1,2	0,6
Portugal	5,4	3,7	2,9	3,6	1,0	4,0	2,2	1,0	2,4	-0,1	1,4	1,5	1,9	1,2	1,1
Finlandia	4,5	3,0	3,1	2,8	2,1	3,0	2,1	1,2	3,4	1,9	1,6	0,9	1,9	-0,7	0,3
DT ¹⁾	2,3	2,1	1,7	2,1	1,5	2,1	1,8	1,5	1,9	1,3	0,6	0,6	0,8	0,7	0,6

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea y del CGDC.

Notas: Los datos de Alemania se refieren a Alemania Occidental hasta 1991. En el recuadro 1 se ofrece una explicación de este ejercicio de contabilidad, así como algunas consideraciones metodológicas.

1) DT = desviación típica sin ponderar.

rencias en la evolución del empleo que presentan los distintos países. Al afectar al grado de flexibilidad de los mercados de trabajo, a la competencia en los mercados de productos y a los sistemas fiscales y de prestaciones sociales, las políticas estructurales influyen en la oferta y la demanda de trabajo y de capital, en la aplicación eficiente de las innovaciones técnicas, y en la inversión en investigación y desarrollo (I+D). También existen crecientes evidencias de que diversos grados de eficiencia en el sistema financiero pueden explicar las diferencias en el crecimiento de la PTF entre los distintos países⁸.

2.2 RELEVANCIA DE LAS PERTURBACIONES Y MECANISMOS DE AJUSTE

La presencia de persistentes diferencias en el crecimiento del producto puede reflejar, en alguna medida, la incidencia duradera de perturbaciones económicas sobre el producto, lo que implicaría, a su vez, una capacidad de absorción de las perturbaciones relativamente reducida en la economía en cuestión, señal de lentitud de los correspondientes mecanismos de ajuste. Así, en esta sección se analizan, en primer lugar, la clase de perturbaciones que afectan a las economías de la zona del euro y su

papel y, en segundo lugar, el funcionamiento de distintos mecanismos de ajuste en la UEM.

RELEVANCIA DE LAS PERTURBACIONES

Dos categorías generales de perturbaciones pueden traducirse en distintos efectos sobre el producto: las perturbaciones comunes y las específicas de un determinado país.

Las perturbaciones comunes pueden producir efectos dispares sobre el crecimiento del producto en los distintos países, según si existen diferencias en la transmisión de estas perturbaciones o si los países están expuestos en diverso grado a estos factores comunes. Las perturbaciones comunes se refieren, normalmente, a perturbaciones externas que están relacionadas, por ejemplo, con los pre-

8 Para un análisis general de la relación entre una intermediación financiera eficiente y el crecimiento del producto, véase Levine, R., «Finance and growth: theory, evidence, and mechanisms», en Aghion, P., y S. Durlauf, (eds.), *The Handbook of Economic Growth*, Elsevier, Amsterdam, North Holland, 2005. Más concretamente, existen evidencias de que una financiación eficiente fomenta la productividad, al reasignar rápidamente los recursos a sectores que presentan buenas perspectivas internacionales de inversión. Véase Ciccone, A., y E. Papaioannou, «Adjustment to target capital, finance, and growth», Discussion Paper n.º 5969, CEPR, 2006.

cios del petróleo, con la demanda de países no pertenecientes a la zona del euro y con la evolución del tipo de cambio del euro. Estas perturbaciones pueden generar también reacciones diferentes en cuanto al crecimiento del producto, dependiendo de las divergencias entre las características estructurales de las distintas economías, como la estructura del comercio y el grado de dependencia de la energía, de apertura y de flexibilidad. Sin embargo, existe escasa evidencia de que cualquiera de las principales perturbaciones comunes registradas en los últimos años haya sido, de por sí, un factor determinante de los persistentes diferenciales de crecimiento del PIB real.

Otro tipo de perturbación común es aquella que está relacionada con la política monetaria. En lo que respecta a la zona del euro, los estudios empíricos han mostrado que existe, en conjunto, un considerable grado de homogeneidad en el patrón general de respuesta del crecimiento del producto a variaciones transitorias de los tipos de interés a corto plazo⁹.

Las perturbaciones específicas de un determinado país (o perturbaciones asimétricas), como las medidas fiscales y las reformas estructurales, originan naturalmente diferenciales de crecimiento del producto. En general, la literatura empírica disponible muestra que, en los últimos años, las perturbaciones específicas han contribuido más a generar diferenciales de crecimiento que las perturbaciones comunes, y que los efectos de estas perturbaciones son muy persistentes¹⁰. Existen varios tipos de perturbaciones específicas. De forma más especial, la convergencia transitoria de los tipos de interés nominales observada en el período previo a la UEM puede haber contribuido a producir diferenciales de crecimiento, dado que algunos países experimentaron un notable recorte de los tipos de interés a corto y a largo plazo. Sin embargo, se ha observado empíricamente que se trató de un efecto transitorio, limitado a los primeros años de la UEM¹¹.

También pueden haber influido otras perturbaciones específicas, como el impacto de la reunificación alemana. El reducido crecimiento de la economía alemana registrado desde mediados de los años noventa puede atribuirse, en cierta medida, a

las repercusiones de la reunificación alemana. La presión fiscal resultante, ampliamente asociada a la financiación del gasto en seguridad social y a la inversión en infraestructuras en Alemania del Este, la creciente brecha fiscal y el prolongado proceso de ajuste en el sector de la construcción afectaron al dinamismo de la economía durante un largo período de tiempo. En cuanto a las medidas fiscales nacionales, existe cierta evidencia de que los efectos procíclicos de las políticas fiscales discrecionales de los países de la zona del euro contribuyeron a acentuar las diferencias en el crecimiento cíclico del producto antes de la realización de la UEM.

MECANISMOS DE AJUSTE EN LA UEM

La lentitud de los mecanismos de ajuste a las perturbaciones puede explicar los persistentes diferenciales de crecimiento del producto. En una unión monetaria como la zona del euro, con una moneda única y una política monetaria única, los principales mecanismos de ajuste que pueden desempeñar cierto papel, en ausencia de un alto grado de movilidad laboral entre países, son el canal de la competitividad y, en términos algo distintos, el «canal de reparto del riesgo».

El canal de la competitividad se suele considerar como el mecanismo de ajuste más importante. Por ejemplo, si un país integrado en una unión monetaria sufre una perturbación que eleva su producto por encima de su nivel potencial, ello originará presiones inflacionistas internas, especialmente un aumento de los salarios y de otros costes internos. En consecuencia, se producirá un deterioro gradual de la competitividad exterior, con una reducción de la demanda exterior de exportaciones del país a lo

9 Para un completo análisis de los resultados de la Red de Transmisión Monetaria del Eurosistema, véase Angeloni, I., A. Kashyap y B. Mojon, *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003. Cabe señalar que las diferencias en el mecanismo de transmisión de la política monetaria dependen de las características estructurales de las economías. Véase Berben, R. P., A. Locarno, J. Morgan y J. Valles, «Cross-country differences in monetary policy transmission», Working Paper n.º 400, BCE, 2004.

10 Estos temas han sido analizados recientemente por Giannone, D., y L. Reichlin (véase nota 6), y Buisán, A., y F. Restoy, «Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU», Documento Ocasional n.º 0504, Banco de España, 2005.

11 Véase Fagan, G., y V. Gaspar, «Adjusting to the euro», Working Paper n.º 716, BCE, 2007.

largo del tiempo. La consiguiente disminución de la demanda del producto del país tenderá a volver a colocar el producto en su nivel potencial y a atemperar las anteriores presiones inflacionistas. El funcionamiento de este mecanismo de ajuste a través del canal de la competitividad mejoraría en un entorno de elevada integración de los mercados de trabajo, bienes y servicios de la zona del euro. Sin embargo, la evidencia disponible muestra que, debido a las rigideces estructurales y a la incompleta realización del Mercado Único, en la zona del euro este fundamental mecanismo de ajuste parece necesitar un período de tiempo relativamente largo para llegar a funcionar¹².

Se sostiene, a veces, que aparece un canal de tipos de interés reales desestabilizador en respuesta al aumento de la inflación en un determinado país, lo que, de por sí, podría estar relacionado con un crecimiento relativamente vigoroso del producto. En ese país, los tipos de interés bajarían, fomentando la demanda interna y el crecimiento del producto. Sin embargo, para las decisiones de inversión y de consumo, lo que importa son los anteriores tipos de interés reales que tienen en cuenta la inflación esperada en lugar de la inflación observada. De hecho, las expectativas de inflación no divergen de forma significativa entre los países de la zona del euro. Por otro lado, aunque en el pasado el canal de tipos de interés reales puede haber tenido, a veces, repercusiones a corto plazo en el país en cuestión, la evidencia empírica muestra que este efecto suele quedar compensado con creces por el canal de la competitividad en el medio a largo plazo¹³.

Para que el canal de la competitividad pueda funcionar, es esencial alcanzar un elevado grado de flexibilidad salarial, que facilita el ajuste de los mercados de trabajo nacionales a las perturbaciones económicas y permite una asignación eficiente de la mano de obra y de otros recursos¹⁴. Es igualmente importante lograr un alto grado de flexibilidad de los precios. Este tema se ha analizado en profundidad en la Red de Persistencia de la Inflación (*Inflation Persistence Network – IPN*) del Eurosistema¹⁵, una red de investigación que agrupa a representantes de todos los BCN de la zona del euro y del BCE. Aunque la heterogeneidad en la flexibilidad de los precios existente entre los distin-

tos países no parece ser el factor determinante de los diferenciales de crecimiento, cabe observar que las variaciones de precios son poco frecuentes y que su frecuencia es notablemente menor en la zona del euro que en Estados Unidos. La regulación que limita la competencia en los mercados de productos puede explicar este resultado.

Otro mecanismo de mercado de otra índole, que puede contrarrestar los efectos de perturbaciones asimétricas sobre los diferenciales de crecimiento del producto entre los miembros de una unión monetaria, es el «canal de reparto del riesgo». En efecto, la integración de los mercados financieros permite a prestatarios y prestamistas compartir mejor los riesgos derivados de perturbaciones específicas, o asimétricas. Por ejemplo, si un país se viese afectado por una perturbación de demanda positiva o negativa, en un entorno de actividades financieras transfronterizas altamente integradas las ganancias o pérdidas implícitas se compartirían entre los demás países a través de la diversificación de las carteras. Tal y como se explica con más detalle en el recuadro 2, la evidencia disponible apunta a un aumento del reparto del riesgo entre los países de la zona del euro. Sin embargo, en general, el reparto del riesgo es menor que el que se observa en una unión monetaria más antigua, como la de Estados Unidos.

12 Para un detallado estudio de los mecanismos de ajuste en la UEM, véanse Comisión Europea, «The EU economy 2006 review – Adjustment dynamics in the euro area: experiences and challenges», *European Economy* 6, 2006, y Mongelli, F. P., y J. L. Vega, «What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview», Working Paper n.º 599, BCE, 2006.

13 Véase el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», en el Boletín Mensual de mayo del 2005. Véase también el recuadro titulado «Medición de los tipos de interés reales en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y, para un análisis más reciente, Comisión Europea, «The EU economy 2006 review» (véase nota 12).

14 El *International Wage Flexibility Project*, una red internacional de investigadores del mundo académico y de responsables de la política económica, entre los que figuran representantes del BCE, halló, basándose en datos microeconómicos de varios países de la zona del euro, una importante rigidez de los salarios nominales y reales en numerosos países de la zona, así como una elevada heterogeneidad en la magnitud de estos tipos de rigideces entre los distintos países. Véase Dickens, W., L. Goette, E. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen y M. Ward, «How wages change: micro-evidence from the International Wage Flexibility Project», Working Paper n.º 697, BCE, 2006.

15 Véase Altissimo, F., M. Ehrmann y F. Smets, «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area: a summary of the IPN evidence», Occasional Paper n.º 46, BCE, 2006.

Recuadro 2

REPARTO DEL RIESGO EN LA ZONA DEL EURO

Los mercados financieros que presentan un alto grado de integración y abundantes oportunidades de diversificación de carteras contribuyen de forma significativa a contrarrestar el diferente impacto de perturbaciones asimétricas entre miembros de una unión monetaria, y permiten que la situación económica y financiera nacional influya menos en las decisiones de ahorro y de gasto de las empresas y de los hogares. Básicamente, este mecanismo supone que el consumo no depende tanto de las fluctuaciones del producto, ya que los consumidores pueden tomar prestado en el extranjero. Dado el papel fundamental que puede desempeñar este canal de reparto del riesgo ante perturbaciones asimétricas, cabe considerar si las oportunidades de reparto del riesgo de la zona del euro son similares a las de otras áreas monetarias y si el reparto del riesgo ha aumentado desde la introducción del euro.

Asdrubali et al. aplicaron a Estados Unidos un marco de medición del grado de reparto del riesgo efectivamente logrado. Hallaron que, en el período comprendido entre 1963 y 1990, las tres cuartas partes de las variaciones del producto bruto propias de cada Estado quedaban suavizadas y, por tanto, no se alteraba su nivel de consumo¹. Por otra parte, más que consecuencia de una política fiscal centralizada, esta importante protección del producto ante perturbaciones en los distintos Estados del país era resultado del grado de eficiencia e integración de los mercados financieros, incluida la diversificación transfronteriza de las carteras.

La aplicación inicial de esta metodología a varias economías de la UE mostró que, en el período 1966-1990, el grado de reparto del riesgo entre los países europeos era prácticamente nulo. Sin embargo, la evidencia más reciente apunta a un notable incremento del reparto del riesgo entre los países de la zona del euro, reflejo de la creciente integración de los mercados financieros. Por lo que se refiere a la disponibilidad de crédito, la zona del euro ha reducido considerablemente la brecha con Estados Unidos. Los mercados monetarios están totalmente integrados. El mercado de bonos en euros se ha desarrollado muy rápidamente y, en el período previo a la Unión Monetaria, también parece haber aumentado ligeramente la diversificación de las carteras de renta variable en Europa².

Los trabajos realizados recientemente por el BCE confirman que el impacto de las fluctuaciones del producto de los distintos países sobre el consumo nacional ha disminuido desde el inicio de la Unión Monetaria. Giannone y Reichlin llevaron a cabo un análisis de panel, en el que se efectúa una regresión de las desviaciones del crecimiento del consumo de cada país con respecto a la media de la zona del euro sobre las desviaciones del crecimiento del PIB real de cada país en relación con la media de la zona, en términos interanuales, en el período 1970-2004³. La elasticidad de las desviaciones del crecimiento del consumo con respecto a la media de la zona del euro ante desviaciones del crecimiento del PIB real desciende desde el valor cercano al 0,8% del período 1970-1989 hasta un valor próximo al 0,65% en el período 1990-2003, lo que puede interpretarse como un incremento de la cantidad de riesgo idiosincrásico del producto, suavizado desde comienzos de los años noventa. El aumento del reparto del riesgo se ha producido en un período en

1 Asdrubali, P., B. Sorensen y O. Yosha, «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, 1996.

2 Véase Kalemli-Ozcan, S., B. Sorensen y O. Yosha, «Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: Updated evidence and policy implications for Europe», Discussion Paper n.º 4463, CEPR, 2004.

3 Véase nota 6 del texto.

el que la integración de los mercados de capitales y de bienes se ha acelerado de forma significativa en Europa.

En general, aunque la suavización de las fluctuaciones del producto registrada en Estados Unidos es mayor que la observada en los países de la zona del euro, la evidencia reciente muestra que el grado de reparto del riesgo entre los países de la zona ha aumentado desde los años noventa.

3 IMPLICACIONES DE LOS DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA

Al igual que en cualquier unión monetaria, algunos diferenciales de crecimiento del producto son naturales y, en cierta medida, deseables. Ello ocurre, por ejemplo, cuando estas diferencias reflejan los efectos de un proceso de convergencia en curso en países de renta más baja o disparidades en las tendencias demográficas. Por otro lado, pueden existir diferencias transitorias en el crecimiento del producto de los países, como resultado, por ejemplo, de perturbaciones específicas o comunes, que requieren ajustes distintos según los países. Así pues, los responsables de la política económica sólo deberían preocuparse por las diferencias en el crecimiento del producto que reflejen políticas económicas nacionales inadecuadas, rigideces estructurales o el mal funcionamiento de los mecanismos de ajuste de determinados países. Estas situaciones pueden originar crecientes desequilibrios internos y una evolución divergente de la competitividad entre los países. Aunque, en la práctica, es difícil determinar con precisión los aspectos indeseables de la divergencia, existen suficientes evidencias de las deficiencias estructurales de los países, que han de corregirse mediante políticas apropiadas.

La política monetaria única del BCE está orientada hacia el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. La misma existencia de una política monetaria única y, por tanto, de un tipo de interés oficial uniforme en todos los países de la zona del euro impide que se utilice la política monetaria para influir en los diferenciales de crecimiento del producto, o de la inflación, entre los países de la zona¹⁶. La mejor contribución de la política mone-

taria única del BCE al buen funcionamiento de la UEM es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro.

Los países que experimentan un crecimiento del producto «insatisfactorio» han de diseñar políticas fiscales y estructurales adecuadas. En el contexto de la UEM, con una política monetaria única, cuanto más se tarde en instrumentar las políticas nacionales necesarias, más elevados pueden ser los costes potenciales derivados de perturbaciones adversas. En particular, las políticas deben centrarse en incrementar la capacidad de ajuste de las economías a las perturbaciones y, en los países con un crecimiento más lento, en fomentar la productividad y la utilización del factor trabajo, manteniendo, al mismo tiempo, unas condiciones macroeconómicas estables.

3.1 POLÍTICAS FISCALES

La instrumentación de políticas fiscales sostenibles y orientadas a medio plazo en los países de la zona del euro puede propiciar el buen funcionamiento de la UEM. La utilización de políticas fiscales «activistas» como instrumento de estabilización entraña riesgos significativos. En particular, un ajuste intempestivo de la política fiscal encaminado a estabilizar la demanda podría ser origen de variabilidad en la economía y también de diferenciales de crecimiento del producto entre los países, dependiendo de su posición inicial relativa. La experiencia muestra que, debido a largos retrasos en su ejecución y en sus repercu-

¹⁶ El objetivo de mantener la inflación de la zona del euro en su conjunto en un nivel inferior pero próximo al 2% tiene también en cuenta las implicaciones de aquellos diferenciales de inflación de equilibrio de la zona del euro que estén relacionados con procesos reales de convergencia. Véase BCE, «Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», 18 de noviembre de 2003.

siones, las políticas fiscales discrecionales son instrumentos imprecisos de ajuste de la demanda agregada, que producen frecuentemente efectos procíclicos. Por el contrario, pueden ser útiles los estabilizadores automáticos, por lo que las condiciones necesarias para su funcionamiento deben crearse en las fases expansivas del ciclo económico.

Las políticas fiscales pueden contribuir también a reducir un crecimiento indeseable del producto, si se aplican criterios de eficiencia y de fomento del crecimiento al gasto público y a los sistemas tributarios. Asimismo, la mejora de la calidad de las finanzas públicas podría facilitar el ajuste de las economías de la zona del euro a perturbaciones adversas.

3.2 POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Mediante medidas estructurales y una mayor integración transfronteriza, las políticas nacionales pueden contribuir de forma muy significativa a facilitar el funcionamiento de los mecanismos de ajuste, a mejorar las perspectivas de crecimiento y empleo a largo plazo y a hacer frente al insuficiente crecimiento de algunos países.

El funcionamiento de los mecanismos de ajuste de la UEM, que son un elemento fundamental para la absorción de las perturbaciones, puede mejorarse eliminando las barreras institucionales a la flexibilidad de los mecanismos de fijación de los precios y salarios, suavizando, en particular, la regulación de los mercados de productos y la protección legal del empleo. La realización del Mercado Único, especialmente en el sector servicios y en los mercados financieros, puede propiciar la flexibilidad de los precios, fomentando la competencia. Además, han de suprimirse las barreras a la movilidad laboral que existen actualmente en la zona del euro. Una mayor competencia e integración de los mercados a escala transfronteriza puede mejorar también los mecanismos de ajuste ante perturbaciones asimétricas o diferencias en la evolución cíclica de los distintos países. A este respecto, las medidas destinadas a proteger las industrias o a los trabajadores nacionales frente a la competencia internacional son perjudiciales.

Por lo que se refiere a la fijación de los salarios, deberían ajustarse los salarios nominales y reales para facilitar la absorción de las perturbaciones. En una unión monetaria, gran parte del ajuste a las fluctuaciones económicas debe llevarse a cabo en los mercados de trabajo nacionales. Por lo tanto, los salarios deben reflejar las distintas situaciones de las empresas y de los mercados de trabajo, en lugar de ser homogéneos en todos los sectores y regiones, independientemente de las condiciones locales. En particular, una diferenciación suficiente de los salarios incrementaría las oportunidades de empleo para los trabajadores menos cualificados, y en regiones con una elevada tasa de paro. En consecuencia, es esencial que todos los países alcancen un alto grado de flexibilidad de los salarios para mejorar la capacidad de ajuste de sus mercados de trabajo a las perturbaciones. Deberían evitarse los mecanismos de indicación de los salarios con aumentos anteriores de los precios, así como la regulación de los salarios mínimos, ya que tienden a reducir la velocidad de ajuste de los salarios y de creación de empleo, especialmente en regiones afectadas por perturbaciones adversas.

Las perspectivas de crecimiento a largo plazo pueden mejorar mediante la adopción de medidas nacionales orientadas a incrementar el crecimiento del empleo y de la productividad del trabajo. El crecimiento de la productividad debería ser impulsado con políticas encaminadas a promover la innovación y el cambio tecnológico. La regulación que limita la competencia en los mercados de bienes, servicios, trabajo y capitales tiene repercusiones negativas sobre la innovación y los avances tecnológicos. Las políticas estructurales pueden estimular el empleo, mejorando los incentivos a la oferta de trabajo. Los elevados tipos impositivos medios y marginales y las prestaciones por desempleo pueden tener un efecto negativo sobre los incentivos a aceptar un empleo remunerado o sobre el número de horas de trabajo elegido. Las políticas de fomento de las jubilaciones anticipadas pueden tener también importantes efectos negativos sobre la oferta de trabajo y, en consecuencia, sobre las tasas de actividad y de empleo (en el recuadro 3 se analiza la literatura empírica sobre la relación entre políticas estructurales y crecimiento de la productividad y del empleo).

Recuadro 3

POLÍTICAS ESTRUCTURALES, PRODUCTIVIDAD Y EMPLEO

Los factores estructurales parecen desempeñar un papel importante en la evolución de la productividad del trabajo y del empleo en los países de la zona del euro. Algunos de esos países han realizado recientemente reformas encaminadas a fomentar el crecimiento del empleo, especialmente entre los trabajadores menos cualificados. Esas reformas, destinadas a integrar en el proceso de producción a los trabajadores con una productividad inferior a la media, elevaron el producto pero redujeron el crecimiento de la productividad, aminorando el efecto positivo del crecimiento del empleo sobre el crecimiento del PIB real. Sin embargo, debería tratarse de un fenómeno transitorio. A largo plazo, para alcanzar niveles relativamente elevados de productividad y empleo será fundamental lograr una mayor flexibilidad del mercado de trabajo y una amplia difusión de la innovación y de los avances tecnológicos.

Políticas estructurales y productividad

Por lo que se refiere a la productividad, las diferencias en el progreso tecnológico y en la difusión de la innovación, asociadas a diferencias en el crecimiento de la PTF, parecen haber sido uno de los factores determinantes de las disparidades tendenciales de la productividad del trabajo por hora observadas entre los distintos países de la zona del euro¹. Un problema importante es cómo elevar el crecimiento del trabajo y de la PTF. Las políticas orientadas a propiciar la innovación y la difusión tecnológica pueden agruparse en tres categorías principales²: (i) políticas destinadas a suavizar la regulación; (ii) políticas diseñadas para potenciar el capital humano, y (iii) políticas encaminadas a promover el capital-riesgo, a favorecer la adopción de las innovaciones técnicas con celeridad y eficiencia, y a estimular la inversión en I+D.

Con respecto a la primera categoría, la regulación que restringe la competencia en los mercados de bienes, servicios, trabajo y capitales, imponiendo, por ejemplo, límites a las actividades empresariales, restricciones de acceso o reglas que afectan a la adaptabilidad de los mercados de trabajo, como las relativas a las condiciones de contratación y despido, tiene repercusiones negativas en la innovación y los avances tecnológicos. La evidencia empírica disponible muestra sistemáticamente que pueden obtenerse ganancias significativas en PTF y un aumento de la inversión en la tecnología de la información y las comunicaciones mediante la desregulación de los mercados de productos³. Por otra parte, parece que el efecto positivo de esta desregulación sobre la difusión de la innovación y de los progresos tecnológicos y, por ende, sobre los niveles de productividad del trabajo y las tasas de crecimiento del PIB real se multiplica en períodos de rápidos cambios tecnológicos, dando lugar a acusadas disparidades en los niveles de productividad tendencial del trabajo y en las tasas de crecimiento entre los países de la zona del euro que presentan diferentes grados de regulación de los mercados de productos. La ampliación y profundización del Mercado Único es también un objetivo prioritario, dado que el entorno jurídico de la zona del euro es todavía muy complejo, especialmente en comparación con Estados Unidos, por lo que constituye un obstáculo para la innovación y las ganancias en productividad del trabajo.

1 Véase Annenkov, A., y C. Madaschi, «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», Occasional Paper n.º 39, BCE, 2005.

2 Véase Scarpetta, S., P. Hemmings, T. Tresselt y J. Woo, «The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data», Working Paper n.º 329, OCDE, 2002.

3 Véase Nicoletti, G., y S. Scarpetta, «Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD», Working Paper n.º 460, OCDE, 2005.

En segundo lugar, en cuanto a las políticas diseñadas para potenciar el capital humano, las medidas destinadas a elevar el nivel de cualificación y a implantar la formación permanente contribuyen a impulsar la innovación, facilitan el uso de las tecnologías más avanzadas y permiten que los cambios tecnológicos se traduzcan en más empleos.

En tercer lugar, las políticas que promueven la inversión en I+D y en capital-riesgo son también un importante motor de la innovación y de los cambios tecnológicos. Aunque los mercados de capital-riesgo privado pueden permitir que el mecanismo del mercado desempeñe un papel más determinante en la innovación financiera, como alternativa o complemento de la financiación tradicional de la I+D, favoreciendo una asignación más eficiente de los recursos, un aumento de los gastos en I+D debería, en igualdad de condiciones, brindar mejores resultados en términos de innovación, de productividad y de producto.

Políticas estructurales y empleo

Los factores estructurales que pueden afectar a las tendencias del empleo se dividen en dos categorías principales: (i) políticas encaminadas a incrementar los incentivos a la oferta de trabajo y a la creación de empleo, reduciendo los impuestos sobre el trabajo, y (ii) políticas orientadas a potenciar la flexibilidad de los mercados y la capacidad de ajuste a las perturbaciones, suavizando la regulación de los mercados de trabajo y de productos.

Por lo que se refiere a la primera categoría, elevados tipos impositivos medios y marginales y generosas prestaciones por desempleo pueden tener efectos negativos sobre los incentivos a aceptar un empleo remunerado y/o sobre el número de horas que se está dispuesto a trabajar. Por otro lado, la creciente evidencia empírica existente muestra que unas elevadas brechas fiscales⁴ son un factor determinante de diferencias en el empleo y en la utilización del factor trabajo entre los distintos países⁵. Un reciente trabajo empírico ha puesto de relieve que cuantiosas prestaciones por desempleo y elevadas brechas fiscales están asociadas a tasas de empleo generalmente más bajas, especialmente para las mujeres. Este trabajo muestra también que los sistemas públicos de pensiones y otros sistemas de prestaciones sociales que ofrecen sustanciosos incentivos a la jubilación anticipada pueden tener un importante efecto negativo sobre la tasa de empleo de los trabajadores de más edad⁶.

En lo que respecta a la flexibilidad y la regulación, la cuestión central ha sido si una protección del empleo y una regulación de los mercados de productos demasiado estrictas afectan negativamente al funcionamiento del mercado de trabajo. Los estudios sugieren que determinados colectivos que encuentran dificultades en acceder al mercado de trabajo, como los jóvenes, las mujeres y los parados de larga duración, son los que se ven más afectados por una protección legal del empleo demasiado estricta⁷. Por otra parte, existe evidencia empírica coherente que muestra que se pueden obtener ganancias significativas en empleo mediante la desregulación de los mercados de productos⁸.

4 La brecha fiscal es el total de cotizaciones sociales, impuestos sobre rentas del trabajo, impuesto sobre la renta de las personas físicas e impuestos sobre el consumo, que crean una brecha entre los costes laborales reales para las empresas y el salario neto de los empleados.

5 Véanse Prescott, E., «Why do Americans work so much more than Europeans?», Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2004, y Spolander, M., y J. Tarkka, «Taxation and employment – international comparisons», *Bank of Finland Bulletin*, vol. 79, 2005.

6 Bassanini, A., y R. Duval, «Employment patterns in OECD countries: reassessing the role of policies and institutions», Social, Employment and Migration Working Paper n.º 35, OCDE, 2006.

7 Véase también Bassanini, A., y R. Duval (véase nota 6 de este recuadro).

8 Véase Nicoletti, G., y S. Scarpetta, «Product market reforms and employment in OECD countries», Working Paper n.º 472, OCDE, 2005.

4 CONCLUSIONES

En general, la evidencia analizada pone de relieve el importante papel de los factores estructurales en los diferenciales de crecimiento del producto observados entre los países de la zona del euro. Estos diferenciales son consecuencia, en gran medida, de patrones divergentes de crecimiento tendencial y, en menor medida, de factores cíclicos. Por otro lado, las diferentes rigideces que presentan los países de la zona del euro pueden haber reducido la capacidad de ajuste de las economías de la zona a las perturbaciones. A este respecto, las persistentes diferencias de crecimiento del producto también parecen estar relacionadas con los efectos relativamente duraderos de las perturbaciones económicas. A su vez, estos efectos se deben, en gran parte, a la lentitud de los mecanismos de ajuste de los distintos países, reflejo de rigideces estructurales y de la falta de integración de los mercados.

La mejor contribución de la política monetaria única del BCE al buen funcionamiento de la

UEM es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Los países que experimentan un crecimiento insuficiente del producto han de corregirlo mediante políticas fiscales y estructurales adecuadas. En el contexto de la UEM, cuanto más se tarde en instrumentar las políticas nacionales necesarias, más elevados pueden ser los costes potenciales derivados de perturbaciones adversas. La ejecución de políticas fiscales sostenibles y orientadas a medio plazo en los países de la zona del euro puede propiciar el buen funcionamiento de la UEM. Las políticas estructurales deben centrarse, en particular, en incrementar la capacidad de ajuste de las economías a las perturbaciones y en fomentar la productividad y el empleo, manteniendo, al mismo tiempo, unas condiciones macroeconómicas estables. Unas economías abiertas, integradas y flexibles crean las mejores condiciones para aprovechar las notables ventajas de la moneda única, lo que redundará en beneficio de cada uno de los países de la zona del euro y de sus ciudadanos.

CONCILIACIÓN DE LA DIFERENCIA ENTRE DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA PÚBLICA

ARTÍCULOS

Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública

La supervisión presupuestaria en la zona del euro se centra principalmente en el déficit público y en la deuda pública, y disponer de datos fiables de estos indicadores fundamentales es esencial para la credibilidad del proceso de supervisión. No obstante, existen diferencias entre el déficit público y las variaciones de la deuda pública, que se conocen como ajustes entre déficit y deuda, que pueden ser bastante significativos en ciertos casos. En este artículo se analizan en profundidad estas diferencias y se sostiene que, mientras reflejen correctamente el registro de las actividades financieras del sector público, como la acumulación de activos por parte de las Administraciones de Seguridad Social para preparar los futuros pagos de pensiones, no hay motivos de preocupación. Tras las dificultades de registro constatadas en algunos casos, la supervisión estadística a escala de la Unión Europea (UE) ha evolucionado considerablemente en los últimos años. Esto ha reforzado la implantación de normas de contabilidad y la fiabilidad de los datos presupuestarios, aspectos ambos que respaldan la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado.

I INTRODUCCIÓN

La supervisión presupuestaria en la zona del euro se centra principalmente en el déficit público y en la deuda pública. No obstante, su evolución siempre ha sido ligeramente divergente y, en ciertos casos, estas divergencias han sido considerables. En el período transcurrido entre el inicio de la Unión Económica y Monetaria, el 1 de enero de 1999, y el final del 2005, el aumento total de la deuda pública de la zona del euro (también conocida como «deuda de Maastricht») ascendió al 15% del PIB, mientras que el déficit público acumulado de la zona se situaba en torno al 13% del PIB¹. Por lo tanto, la diferencia entre la variación de la deuda y el déficit acumulado fue del 2% del PIB en el citado período, o una media del 0,3% del PIB por año para el conjunto de la zona del euro. Sin embargo, si se consideran por países, las diferencias acumuladas entre la variación de la deuda y el déficit fueron mucho más significativas en algunos casos, alcanzando hasta el 28% del PIB durante el período de referencia. Esta discrepancia entre la variación de la deuda pública y el déficit público también se conoce como el «ajuste entre déficit y deuda» o, en términos más generales, como el «ajuste flujo-fondos».

Mientras el ajuste entre déficit y deuda, así como sus componentes, sean el resultado de un registro estadístico correcto, la fiabilidad de los datos de déficit y de deuda está garantizada, lo que, a su vez, respalda la credibilidad de la supervisión presupuestaria de la UE. En cambio, la citada supervisión podría resultar menoscabada si surgen dudas sobre la fiabilidad de estos datos.

En la sección 2 se describen las fuentes del ajuste entre déficit y deuda, y en la sección 3 se considera la relación de estos ajustes con la supervisión presupuestaria de la UE y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la sección 4 se realiza un análisis cuantitativo de los diversos componentes del citado ajuste y de las variaciones en el tiempo en la zona del euro, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

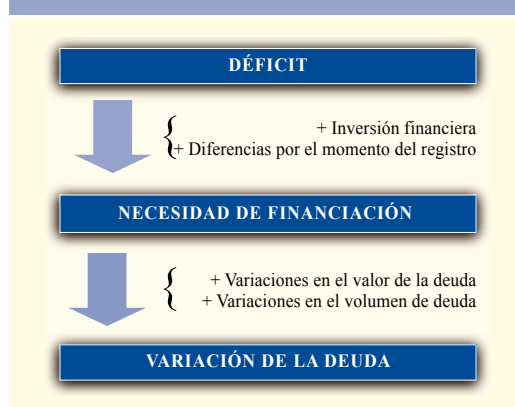
2 DEFINICIÓN Y FUENTES DEL AJUSTE ENTRE DÉFICIT Y DEUDA

Parece natural que el saldo de deuda pública aumente de forma paralela al déficit público. No obstante, este no es necesariamente el caso, y ello por varios motivos que como mejor se explican es considerando las fases contables subyacentes (como se muestra en el gráfico 1). En primer lugar, el déficit es distinto de la suma que un Gobierno necesita tomar prestada (la necesidad de financiación), debido a la inversión financiera. En segundo lugar, existen diferencias por el momento del registro, principalmente entre el gasto o los ingresos públicos y cualquier flujo financiero relacionado. Por otra parte, la variación del saldo de deuda pública puede ser diferente de la necesidad de financiación, como consecuencia de otros cambios en el valor o en el volumen de la deuda².

1 Ambas medidas se expresan en términos del PIB del 2005.

2 En la publicación del BCE titulada «Government Finance Statistics Guide» figura una explicación más detallada del ajuste entre déficit y deuda: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinancetstatisticsguide200701en.pdf>.

Gráfico I Relación entre déficit público y deuda pública



Tomando como punto de partida las posibles discrepancias entre el déficit y la necesidad de financiación, la inversión financiera, por ejemplo, comprende los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en instituciones financieras monetarias, la adquisición de valores (no públicos) por parte de las Administraciones de Seguridad Social (que acumulan activos con el fin de hacer frente a futuros derechos de pensión), y el aumento de la cantidad de acciones que las citadas Administraciones Públicas mantienen en empresas. Dado un déficit determinado, la inversión financiera del sector público incrementa la necesidad de financiación y, con ello, también la deuda pública, y a la inversa, una disminución de los activos financieros (por ejemplo, como consecuen-

cia de privatizaciones) tiende a reducir la necesidad de financiación y la deuda, sin modificar el déficit.

Las diferencias por el momento del registro se refieren a la discrepancia entre el momento de registro del gasto y de los pagos relacionados y el de registro de los ingresos y de los correspondientes flujos financieros al sector público. Por ejemplo, el gasto se registra a la entrega de los suministros y, en consecuencia, produce un incremento del déficit, mientras que la Administración puede aplazar (de conformidad con cláusulas de pago contractuales) el pago en efectivo sin que se modifiquen las necesidades de financiación y la deuda de este sector. De modo similar, los impuestos se registran de forma que dan lugar a una reducción del déficit cuando se realiza su valoración, aunque el pago puede efectuarse posteriormente. Otra diferencia por el momento del registro surge como resultado del anticipo o el retraso en el reembolso, por parte de la UE, de los fondos que el sector público gasta por cuenta de la Unión. Si el momento de registro no es coherente en las distintas fuentes de los datos utilizados para elaborar las cuentas públicas, se producen discrepancias estadísticas, que también son parte de este componente del ajuste entre déficit y deuda. En general, las diferencias por el momento del registro tienden a compensarse en el tiempo (es decir, gastos registrados como tal pero que todavía no se han pagado al cabo en un ejercicio fiscal determinado se abonarán, pero ya no se declararán como gasto en el ejercicio siguiente).

Recuadro

¿CÓMO SE DEFINEN EL DÉFICIT Y LA DEUDA DE MAASTRICHT?

Los datos de déficit público y de deuda pública utilizados para aplicar el procedimiento de déficit excesivo están estipulados en el Tratado de Maastricht, que fue ratificado por todos los Estados miembros de la Unión Europea¹. Esta es la razón por la que, a menudo, se alude al déficit y la deuda públicos como déficit y deuda de Maastricht.

La deuda de Maastricht mide el endeudamiento del sector público en su conjunto. Sin embargo, no es simplemente la suma de la deuda emitida por todas las unidades institucionales, sino que consolida la deuda de las distintas unidades. Esto significa que los pasivos de una unidad institucional mantenidos por otra unidad institucional, como la deuda de la Administración Central que mantienen las Administraciones de Seguridad Social, no están incluidos en la deuda pública.

¹ Véase el artículo 2 del Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo anejo al Tratado: <http://europa.eu/eur-lex/en/treaties/selected/livre335.html>.

La deuda de Maastricht se define en términos brutos: los activos mantenidos por unidades institucionales que son pasivos de unidades no institucionales (por ejemplo, bonos o acciones emitidos por empresas) no se deducen de la deuda de Maastricht.

La deuda de Maastricht se mide por su valor nominal, indicando la suma que tendrán que reembolsar las Administraciones Públicas cuando amorticen su deuda. No obstante, los efectos de valoración resultantes de la conversión a precio de mercado de la deuda denominada en monedas extranjeras se tienen en cuenta en la deuda de Maastricht.

Por razones prácticas, la deuda de Maastricht excluye algunos pasivos que resultan difíciles de medir, entre los que destacan otras cuentas pendientes de pago que incluyen créditos comerciales que tienen su origen en demoras contractuales en el pago a proveedores de bienes y servicios².

El déficit de Maastricht es la diferencia entre los ingresos y el gasto públicos. También es equivalente al saldo de activos financieros adquiridos por el sector público y al total de pasivos contraídos³. El registro correcto de todas las operaciones se rige por las normas de contabilidad europeas conocidas como el Sistema Europeo de Cuentas 1995 («SEC 95»), que es acorde con otras normas estadísticas internacionales y está recogido en un Reglamento del Consejo adoptado por todos los Estados miembros de la UE⁴.

2 Véase el Reglamento del Consejo (CE) n.º 3605/93, de 22 de noviembre de 1993, sobre la aplicación del Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, así como modificaciones posteriores.

3 Representa la variación del patrimonio neto de las Administraciones públicas como consecuencia de operaciones. Las modificaciones del patrimonio neto de este sector como consecuencia de pérdidas y ganancias se excluyen del déficit.

4 Reglamento (CE) n.º 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996, relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales en la Comunidad.

Las diferencias entre la necesidad de financiación y la variación registrada de la deuda se deben a cambios en el valor o el volumen de la deuda de Maastricht que se producen con independencia de las operaciones realizadas. Por ejemplo, el valor de la deuda pública disminuye cuando la apreciación de la moneda nacional reduce el valor nominal de la deuda denominada en moneda extranjera. Las «variaciones en el volumen» que no están asociadas a operaciones suelen ser consecuencia de reclasificaciones de empresas públicas para incluirlas o excluirlas del sector público, o de determinadas asunciones de deuda por parte de este sector.

3 EL AJUSTE ENTRE DÉFICIT Y DEUDA Y LA SUPERVISIÓN PRESUPUESTARIA EN EL MARCO DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El ajuste entre déficit y deuda es una variable importante para la supervisión presupuestaria en la

UE porque concilia la diferencia entre la evolución del déficit público y la de la deuda pública, que, a su vez, son variables presupuestarias fundamentales que son objeto de seguimiento en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El valor de referencia del 3% del PIB para el déficit y el del 60% del PIB para la deuda pública deben respetarse con el fin de mantener la confianza en la estabilidad y la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que son un aspecto clave de la estabilidad macroeconómica en todos los países y del correcto funcionamiento de la UE. La superación del umbral de déficit conlleva el inicio de un procedimiento de déficit excesivo que, en última instancia, puede dar lugar a sanciones económicas.

Mientras el ajuste entre déficit y deuda y sus componentes sean el resultado de un registro estadístico adecuado, la fiabilidad de los datos de déficit y de deuda se ve fortalecida, lo que, a su vez, respalda la credibilidad de la supervisión presupuestaria

de la UE y del procedimiento de déficit excesivo. En este punto es importante observar que, por sí mismo, un nivel elevado de ajuste entre déficit y deuda no genera preocupación sobre la fiabilidad de las estadísticas de las finanzas públicas y sobre la aplicación de las normas de contabilidad del SEC 95 (véase el recuadro). No obstante, si este ajuste es inesperadamente elevado, salvo en el caso de que el registro sea totalmente incorrecto, ello puede deberse a que se utiliza al máximo el margen de maniobra para operaciones complejas (a las que resulta más difícil aplicar las normas) que reduzcan el déficit.

Desde esta perspectiva, algunas operaciones merecen especial atención cuando se verifica la «solidez» del ajuste entre déficit y deuda. Habría que comprobar, por ejemplo, si las inyecciones de capital a empresas públicas por parte de la Administración pueden registrarse como una inversión financiera consistente en la adquisición de acciones (que no influye en el déficit) o como transferencias de capital que dan lugar a un aumento del déficit. De igual modo, si la venta de activos no financieros del sector público mediante una titulización no conlleva la transferencia completa del riesgo implícito, la operación no puede registrarse como una venta que disminuye el déficit, sino como un aumento de la deuda pública que resulta en un incremento del ajuste entre déficit y deuda. Si el sector público vende un edificio con el objeto de arrendarlo después de la venta, los ingresos pueden registrarse como una venta que reduce el déficit o como un préstamo concedido a este sector que incrementa la deuda. El registro correcto depende de las condiciones específicas en las que se lleva a cabo la operación. Además, las asunciones de deuda exigen un examen detallado, ya que la variación de la deuda que se produce puede ir o no acompañada de una transferencia de capital que eleva el déficit.

El registro correcto de estas operaciones complejas se aborda en el «Manual del SEC 95 sobre el déficit público y la deuda pública» de Eurostat, en el que se explica cómo deben aplicarse las normas del SEC 95 en la elaboración de las cuentas públicas. En los casos en los que el manual no proporciona suficiente orientación, Eurostat consulta con el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de

Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés, en el que están representados los institutos nacionales de estadística y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros, así como la Comisión Europea y el BCE) sobre el registro correcto de operaciones complicadas. Las consultas a este Comité contribuyen a garantizar que la compilación de los datos de déficit y de deuda públicos se realiza de manera coherente y estable en el tiempo y de forma homogénea en los Estados miembros, aunque las prácticas presupuestarias pueden variar en los distintos países, y contribuyen también a que se apliquen las normas de la forma económicamente más sensata, de modo que aumente la confianza en la base estadística de la supervisión presupuestaria.

Dado que la credibilidad de la supervisión presupuestaria en la UE depende de la fiabilidad de las estadísticas de las finanzas públicas, a finales del 2005, el Consejo adoptó un Reglamento³ por el que se ampliaban las facultades de Eurostat para que examinara los datos de déficit y de deuda aportados por los Estados miembros según los criterios de Maastricht. Esto ha permitido a Eurostat, que es responsable del suministro de los datos estadísticos necesarios para la aplicación del procedimiento de déficit excesivo⁴, intensificar sus esfuerzos, también en las misiones que lleva a cabo con el apoyo del BCE. En general, las normas y procedimientos aplicables a la información estadística presupuestaria han evolucionado considerablemente en los últimos años, contribuyendo con ello a la mejora de la supervisión presupuestaria y a la mayor credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

4 ANÁLISIS DEL AJUSTE ENTRE DÉFICIT Y DEUDA EN LA ZONA DEL EURO

Como se ha indicado anteriormente, ciertas discrepancias entre el déficit y la variación de la deuda bruta deberían ser una característica normal de las finanzas públicas. Entre 1999 y el 2005, los ajustes

3 Reglamento (CE) n.º 2103/2005 del Consejo, de 12 de diciembre de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 en lo tocante a la calidad de los datos estadísticos en el contexto del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo.

4 Véase el artículo 4 del Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo anejo al Tratado.

Ajuste entre déficit y deuda (1999-2005)

(media anual en porcentaje del PIB)

Países	Ajuste entre déficit y deuda											
	Inversión financiera									Efectos de volumen y de valoración		Diferencias por el momento del registro ¹⁾
	Efectivo y depósitos	Valores		Acciones			Préstamos					
				Inyecciones de capital	Otras inversiones en acciones	Privatiza- ciones						
					Variaciones en el volumen de deuda							
BE	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,3
DE	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
IE	1,6	0,7	0,5	0,2	-0,1	1,1	0,0	-1,3	0,2	0,6	0,0	0,2
GR	3,2	0,6	0,2	0,0	0,4	0,3	0,9	-0,7	0,0	0,9	0,0	1,7
ES	0,8	1,0	0,8	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,3
FR	0,6	0,5	0,1	0,0	0,4	0,1	0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
IT	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,0	0,5
LU	2,6	2,8	2,0	0,5	0,3	n.d.	n.d.	n.d.	-0,1	0,1	n.d.	-0,2
NL	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1
AT	0,9	1,1	0,2	0,3	0,1	n.d.	n.d.	n.d.	0,6	-0,4	n.d.	0,1
PT	0,6	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,5	0,1	-0,7	0,2	-0,1	0,0	0,5
FI	4,5	4,2	0,7	2,6	1,1	0,1	2,3	-1,3	-0,2	0,4	-0,1	-0,1
Zona del euro ²⁾	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,2

Fuente: Eurosistema.

1) «Las diferencias por el momento del registro» incluyen, principalmente, operaciones en otras cuentas pendientes de cobro/pago y las discrepancias estadísticas entre las cuentas no financieras y las cuentas financieras de las Administraciones Públicas.

2) Los datos de la zona del euro no incluyen Eslovenia.

entre déficit y deuda en la zona del euro han dado lugar, en promedio, a un incremento anual de la ratio de deuda que es un 0,3% superior al que puede explicarse únicamente a partir de los datos de déficit⁵. En comparación, el ajuste entre déficit y deuda en Estados Unidos redujo la deuda un 0,3% del PIB, en promedio, en el mismo período (por lo tanto, los déficit acumulados sobrevaloraron ligeramente la evolución de la deuda). En Japón, el ajuste entre déficit y deuda condujo a un incremento de la deuda del 1,5% del PIB por año, debido, fundamentalmente, a las cuantiosas inversiones financieras por parte del sector público para capitalizar las pensiones devengadas.

No obstante, el ajuste anual entre déficit y deuda en la zona del euro en el período comprendido entre 1999 y el 2005 ocultaba importantes diferencias entre países (véase el cuadro). Finlandia (con una media del 4,5% del PIB por año desde el inicio de la UEM), Grecia y Luxemburgo (ambos con aproximadamente el 3% del PIB, en promedio) declararon considerables ajustes entre déficit y deuda que incrementaron la deuda. En cuanto a los países

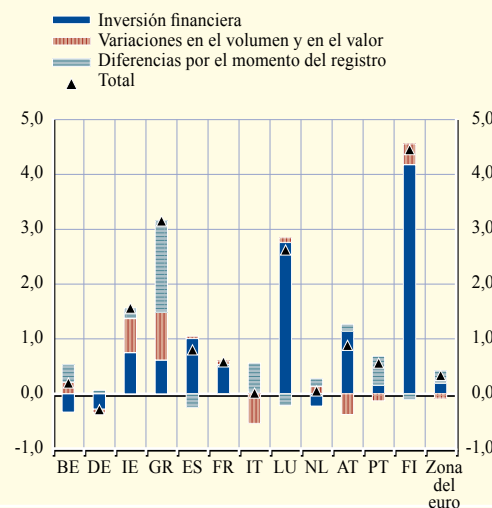
grandes de la zona, Francia y España han estado registrando ajustes entre déficit y deuda del 0,6% y del 0,8% del PIB por año, respectivamente, mientras que, en Alemania, el ajuste ha dado lugar a un moderado descenso de la deuda. Sin embargo, en ocasiones, el ajuste en los distintos años difiere notablemente de la media intertemporal (y esto puede ser relevante para el procedimiento de déficit excesivo, en el que se analiza la evolución del déficit y la de la deuda cada año en los países individuales). Un buen ejemplo lo constituye Italia, donde el ajuste entre déficit y deuda fue nulo, en promedio, desde el comienzo de la UEM, si bien los datos correspondientes a los distintos años fueron considerablemente positivos o negativos.

Si se consideran las distintas fuentes del ajuste entre déficit y deuda en la zona del euro, las inversiones financieras de las Administraciones Públicas provocaron un importante aumento de la deuda en la mayor parte de los países con elevados ajus-

5 Obsérvese que ajuste entre déficit y deuda = variación de la deuda – déficit.

Gráfico 2 Componentes del ajuste entre déficit y deuda (1999-2005)

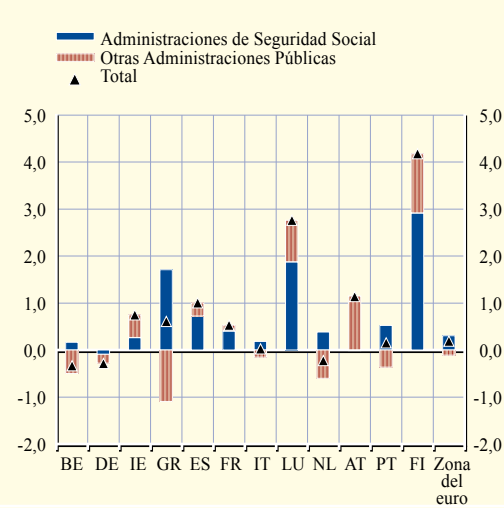
(media anual en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurosistema.

Gráfico 3 Inversión financiera de las Administraciones de Seguridad Social y de otras Administraciones Públicas (1999-2005)

(media anual en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Los datos de las Administraciones de Seguridad Social no están consolidados con los de otros sectores de las Administraciones Públicas.

tes (véase gráfico 2). Este fue el caso, en particular, de Finlandia, Luxemburgo, Austria y España. En promedio, los ajustes estuvieron por encima del 4% del PIB por año en Finlandia. En Finlandia, Luxemburgo, España y Grecia, la inversión financiera del sector público procedió, en su mayor parte, de la acumulación de activos en las Administraciones de Seguridad Social con el fin de preparar los futuros pagos de pensiones (véase también el gráfico 3)⁶.

En cuanto a otros componentes de la inversión financiera de las Administraciones Públicas, en algunos casos, las variaciones en los depósitos de este sector afectaron considerablemente a la magnitud del ajuste entre déficit y deuda. Los depósitos mantenidos por el Tesoro de los distintos países en las instituciones financieras monetarias continuaron aumentando con fuerza en Finlandia, España e Irlanda. En cambio, las Administraciones Públicas de otros países tendieron a contener el incremento del endeudamiento reduciendo la media de sus saldos en efectivo.

Cabe mencionar algunos componentes más de la inversión financiera del sector público. Las inyeccio-

nes de capital, relacionadas principalmente con la financiación de infraestructuras (por ejemplo, para transporte, telecomunicaciones y energía), provocaron un aumento de la deuda del 0,2% por año, en promedio, en la zona del euro, y fueron especialmente elevadas en Irlanda y, en menor medida, en Portugal. Otras inversiones en acciones (debido, principalmente, a la inversión financiera por parte de los sistemas de Seguridad Social) fueron considerables en Finlandia, Grecia y Francia. No obstante, este efecto de las inyecciones de capital y de otras inversiones en acciones quedó sobradamente compensado, en promedio, con importantes programas de privatización (que, por término medio, ascendieron al 0,4% del PIB por año en la zona del euro), en particular en Italia, Países Bajos y Alemania.

6 Además, desde el inicio de la UEM, en algunos países, las Administraciones de Seguridad Social han tendido a diversificar sus inversiones de cartera, desprendiéndose de la deuda pública de sus propios países, lo que de nuevo ha elevado el ajuste entre déficit y deuda. Dado que la deuda de Maastricht es deuda consolidada (véase el recuadro), una disminución de las tenencias de deuda pública nacional por parte de las Administraciones de Seguridad Social conducirá, ceteris paribus, a un incremento de la deuda de Maastricht, sin que el déficit resulte afectado. En consecuencia, aumentará el ajuste entre déficit y deuda.

El impacto de los préstamos otorgados por las Administraciones Públicas (en general, a empresas públicas) fue moderado en conjunto, excepto en Bélgica, Austria e Italia.

Las diferencias por el momento del registro no fueron muy significativas en el conjunto de la zona del euro, salvo en el caso de Grecia y, en menor medida, en el de Italia y Portugal.

Los ajustes de valoración y de volumen no relacionados con operaciones disminuyeron, en general, la deuda pública de la zona del euro (un 0,1%). Los efectos del tipo de cambio sobre el valor de la deuda denominada en moneda extranjera fueron muy leves y tendieron a reducirse de forma paralela al descenso del porcentaje de dicha deuda tras la adopción del euro (desde el 8% del total de deuda en 1993 hasta el 2% en el 2005). Esta reducción se observó principalmente en Grecia, Finlandia e Irlanda. La amortización anticipada de deuda antigua y la emisión de nueva deuda con un valor de mercado equivalente también causaron un impacto en la variación de la deuda de Maastricht, porque el valor nominal de la deuda antigua y el de la deuda nueva era diferente. Este tipo de reestructuración de deuda se realizó en Italia, en particular.

En los últimos años, el nivel de ajuste entre déficit y deuda ha descendido en algunos países de la zona del euro, como consecuencia de la resolución de importantes controversias acerca del registro contable de determinadas operaciones. Cabe destacar que Eurostat ha revisado los datos de déficit y de deuda notificados por algunos países, lo que, en ciertos casos, ha llevado a déficit considerablemente más elevados y ajustes entre déficit y deuda inferiores a los declarados inicialmente. Las revisiones se referían, en particular, a la reclasificación de las asunciones de la deuda de empresas públicas, al registro del gasto militar, a las inyecciones de capital a las empresas públicas, al registro de las cuentas de la Seguridad Social, y a la metodología del devengo. Pese a la clarificación de las exigencias relativas a la contabilidad y a las re-

cientes mejoras en los registros estadísticos nacionales, pueden plantearse nuevas diferencias o discrepancias inexplicadas. Por consiguiente, parece justificada la vigilancia continua y el seguimiento de los ajustes entre déficit y deuda.

5 CONCLUSIONES

La credibilidad de la supervisión presupuestaria con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento exige la elaboración de estadísticas fiables de las finanzas públicas. Dado que los datos sobre déficit y deuda públicos son las estadísticas más relevantes para la supervisión presupuestaria a escala de la UE, es importante entender cómo están relacionados estos dos conceptos. La diferencia entre la variación de la deuda y el déficit puede clasificarse en tres categorías principales: la inversión financiera, las diferencias por el momento del registro y otras variaciones en el valor y el volumen de deuda.

Es posible que, por sí mismo, un nivel elevado de ajuste entre déficit y deuda no sea motivo de preocupación acerca de la fiabilidad de las estadísticas de déficit y de deuda. A este respecto, en este artículo se constata que gran parte del ajuste se ha debido a la inversión financiera por parte de las Administraciones de Seguridad Social para preparar los futuros pagos de pensiones. No obstante, en los últimos años, ciertas dificultades y controversias en cuanto al registro han puesto de relieve la necesidad de disponer de estadísticas fiables de finanzas públicas, y se han reforzado las competencias de la Comisión Europea (Eurostat) con el fin de que verifique los datos de déficit y de deuda aportados. Esto ha conducido a mejoras en la presentación de los datos, así como a realizar considerables avances en la clarificación de las normas contables y a asegurar su aplicación armonizada. Es de vital importancia que Eurostat, con el apoyo del BCE, continúe haciendo un atento seguimiento del ajuste entre déficit y deuda y de sus componentes.

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	16,2	3,08	3,86
2006 II	9,8	9,2	8,6	-	11,2	15,9	2,90	4,05
III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,5	3,22	3,97
IV	6,7	8,6	9,0	-	11,1	17,1	3,59	3,86
2007 I	.	.	.	-	.	.	3,82	4,08
2006 Oct	6,3	8,2	8,5	8,8	11,2	17,1	3,50	3,88
Nov	6,6	8,8	9,3	9,2	11,2	17,9	3,60	3,80
Dic	7,4	9,3	9,7	9,7	10,8	16,5	3,68	3,90
2007 Ene	6,5	8,9	9,9	9,9	10,6	16,1	3,75	4,10
Feb	6,6	8,8	10,0	.	10,3	.	3,82	4,12
Mar	.	.	.	.	.	.	3,89	4,02

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,9	47,1	-202,4	155,5	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	-7,4	27,5	-145,9	251,0	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 II	-9,2	6,3	-16,4	96,4	323,8	103,8	104,6	1,2582
III	-3,1	7,7	-41,2	28,5	325,0	104,5	105,3	1,2743
IV	15,9	16,5	-56,7	103,5	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 I	.	.	.	.	.	105,5	106,1	1,3106
2006 Oct	2,0	5,7	-15,3	22,4	325,5	103,9	104,7	1,2611
Nov	5,3	7,5	-13,1	45,3	327,0	104,5	105,2	1,2881
Dic	8,6	3,3	-28,3	35,8	325,8	105,5	106,0	1,3213
2007 Ene	-3,5	-3,7	-5,0	39,0	338,4	104,9	105,5	1,2999
Feb	.	.	.	.	337,3	105,4	106,0	1,3074
Mar	.	.	.	.	.	106,1	106,7	1,3242

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 16 marzo	2007 23 marzo	2007 30 marzo	2007 6 abril
Oro y derechos en oro	176.185	175.996	181.399	181.210
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	140.244	141.721	140.655	139.243
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	22.742	22.904	23.212	23.731
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.495	15.945	15.736	14.323
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	411.503	421.999	433.565	443.529
Operaciones principales de financiación	271.501	281.999	283.500	291.500
Operaciones de financiación a plazo más largo	140.000	140.000	150.001	150.001
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	0	64	2.028
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	0	0	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	13.482	14.376	14.759	14.794
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	87.663	88.095	88.942	90.329
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	39.317	39.317	39.283	39.283
Otros activos	223.366	222.303	225.053	224.978
Total activo	1.129.997	1.142.656	1.162.604	1.171.420

2. Pasivo

	2007 16 marzo	2007 23 marzo	2007 30 marzo	2007 6 abril
Billetes en circulación	609.192	608.308	613.605	625.993
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	182.225	178.813	181.014	185.863
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	181.869	178.447	179.754	185.086
Facilidad de depósito	33	47	1.103	617
Depósitos a plazo	323	318	155	155
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	1	2	5
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	111	114	106	107
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	45.701	62.004	65.823	60.074
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	18.145	18.349	18.774	18.360
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	156	157	158	159
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.899	13.233	13.458	12.576
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.611	5.611	5.578	5.578
Otros pasivos	67.721	66.920	71.110	68.926
Cuentas de revalorización	121.990	121.990	125.521	125.521
Capital y reservas	67.246	67.157	67.457	68.263
Total pasivo	1.129.997	1.142.656	1.162.604	1.171.420

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
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2006 13 Dic	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
14	402.912	363	286.500	3,50	3,55	3,56	8
22	425.650	361	301.500	3,50	3,55	3,56	6
28	380.816	343	289.000	3,50	3,56	3,56	7
7 Mar	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 Abr	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 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
1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 6 Sep 11 Oct 5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
	Operaciones temporales	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 Ene 7 Feb 7 Mar 11 Abr 9 May 14 Jun 11 Jul 8 Ago 5 Sep 10 Oct 12 Dic	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
	2007 13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-

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
III	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8
2006 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⁾	15.543,0	8.199,7	613,2	1.973,0	1.285,9	3.471,2
Dic ²⁾	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 Ene	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5

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 II	162,6	163,3	0,7	0,0	2,57
III	165,8	166,4	0,6	0,0	3,04
2006 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	176,5	0,8	0,0	3,55
13 Mar	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
17 Abr	181,8	.	.	.	.

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		
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
2007 13 Feb	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 Mar	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2

Fuente: BCE.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006 I	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,6
II	1.532,1	731,1	20,3	0,6	710,1	192,8	170,3	2,3	20,2	-	16,4	343,7	14,6	233,5
III	1.521,6	694,2	20,3	0,6	673,2	206,5	179,9	2,2	24,4	-	16,5	348,5	14,8	241,1
2006 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	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,6	262,5
2007 Ene	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,7
Feb ³⁾	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,7	267,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2004	21.355,4	12.825,3	811,9	7.555,6	4.457,8	3.188,1	1.299,9	465,5	1.422,7	72,6	945,5	2.943,4	159,6	1.220,9
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006 I	24.331,4	14.021,7	816,3	8.549,1	4.656,3	3.584,9	1.440,5	573,5	1.570,9	83,6	1.096,6	3.825,1	166,3	1.553,2
II	24.695,9	14.321,5	809,3	8.782,0	4.730,3	3.588,0	1.402,8	600,0	1.585,3	86,6	1.109,1	3.849,1	167,9	1.573,6
III	25.299,8	14.577,7	804,2	8.982,7	4.790,8	3.596,0	1.351,4	618,0	1.626,6	82,4	1.139,7	4.069,8	168,8	1.665,5
2006 Oct	25.525,6	14.662,2	806,2	9.035,5	4.820,6	3.611,8	1.341,0	632,6	1.638,1	85,9	1.158,9	4.190,6	169,6	1.646,7
Nov	25.876,9	14.765,1	804,2	9.117,0	4.843,9	3.623,2	1.339,6	638,1	1.645,5	83,6	1.196,0	4.270,5	170,1	1.768,3
Dic	25.972,6	14.898,7	809,7	9.160,1	4.928,9	3.555,1	1.276,0	648,6	1.630,6	83,4	1.193,5	4.328,9	172,6	1.740,2
2007 Ene	26.400,4	15.071,7	806,2	9.274,5	4.991,0	3.601,9	1.295,0	647,1	1.659,8	84,6	1.219,7	4.489,4	171,9	1.761,3
Feb ³⁾	26.612,1	15.157,5	803,3	9.335,6	5.018,6	3.626,6	1.292,9	657,8	1.676,0	88,4	1.217,3	4.572,3	171,8	1.778,2

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006 I	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
II	1.532,1	598,2	487,4	69,3	21,5	396,5	-	0,1	206,2	30,6	209,5
III	1.521,6	607,7	448,3	55,2	16,1	377,0	-	0,1	211,6	33,8	220,0
2006 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	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 Ene	1.540,4	621,2	433,3	48,1	18,8	366,4	-	0,8	214,9	36,9	233,2
Feb ³⁾	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,3	-	0,4	218,2	39,1	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	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006 I	24.331,4	-	12.417,2	148,1	7.319,6	4.949,5	686,7	3.991,5	1.368,7	3.733,7	2.133,6
II	24.695,9	-	12.706,3	138,1	7.510,4	5.057,9	703,1	4.060,7	1.376,2	3.701,4	2.148,1
III	25.299,8	-	12.852,1	147,7	7.613,2	5.091,2	728,0	4.160,1	1.410,4	3.900,4	2.248,8
2006 Oct	25.525,6	-	12.886,5	138,4	7.631,4	5.116,7	729,1	4.211,5	1.420,2	4.003,0	2.275,3
Nov	25.876,9	-	13.016,9	140,6	7.694,6	5.181,7	720,4	4.242,3	1.443,3	4.012,9	2.441,1
Dic	25.972,6	-	13.255,9	123,2	7.887,1	5.245,7	697,7	4.244,7	1.442,2	3.991,1	2.341,1
2007 Ene	26.400,4	-	13.298,4	122,2	7.887,8	5.288,4	726,1	4.311,2	1.452,5	4.181,4	2.430,9
Feb ³⁾	26.612,1	-	13.360,2	138,0	7.899,1	5.323,1	740,7	4.370,0	1.469,8	4.227,9	2.443,5

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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 euro¹⁾

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2004	15.723,6	8.389,6	833,4	7.556,3	1.907,1	1.439,9	467,2	669,9	3.237,4	173,6	1.345,9
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006 I	18.447,9	9.386,8	837,0	8.549,8	2.184,2	1.608,4	575,8	784,5	4.174,0	181,0	1.737,4
II	18.712,0	9.612,2	829,6	8.782,6	2.175,4	1.573,1	602,3	786,6	4.192,8	182,5	1.762,5
III	19.232,6	9.807,9	824,6	8.983,3	2.151,5	1.531,3	620,2	809,3	4.418,3	183,6	1.862,0
2006 Oct	19.414,8	9.862,6	826,5	9.036,1	2.158,6	1.523,8	634,8	827,1	4.540,9	184,4	1.841,1
Nov	19.719,4	9.942,2	824,6	9.117,6	2.168,1	1.527,6	640,4	836,5	4.621,0	185,0	1.966,6
Dic	19.748,7	9.990,2	829,4	9.160,7	2.114,5	1.463,4	651,0	828,7	4.680,3	187,3	1.947,8
2007 Ene	20.097,9	10.101,1	826,0	9.275,1	2.138,8	1.489,4	649,4	846,2	4.850,8	186,6	1.974,4
Feb ^(p)	20.274,6	10.159,3	823,0	9.336,2	2.155,9	1.495,7	660,1	833,9	4.937,9	186,5	2.001,2
	Operaciones										
2004	1.269,9	499,7	-6,7	506,4	92,1	58,1	33,9	36,5	437,7	2,7	201,3
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,1	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006 I	593,9	240,5	-10,4	250,8	54,3	28,5	25,8	67,8	202,4	-0,2	29,1
II	359,8	235,5	-7,2	242,7	13,0	-15,8	28,8	9,0	79,6	1,5	21,1
III	486,1	203,7	-3,0	206,7	-31,5	-51,2	19,7	9,8	205,3	1,1	97,7
2006 Oct	176,9	56,5	2,7	53,8	8,4	-5,8	14,3	14,7	118,0	0,8	-21,6
Nov	373,9	88,7	-1,8	90,5	14,8	5,7	9,1	6,3	138,7	0,6	124,8
Dic	17,0	47,0	4,5	42,4	-46,7	-58,9	12,1	-10,1	50,1	2,5	-25,8
2007 Ene	286,0	84,1	-3,2	87,3	22,1	20,6	1,5	14,4	143,7	-0,8	22,6
Feb ^(p)	214,7	63,3	-2,9	66,1	15,5	4,8	10,7	-10,2	120,5	-0,1	25,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	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	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006 I	18.447,9	532,2	193,1	7.334,7	603,1	2.402,7	1.255,2	3.764,0	2.340,2	22,6
II	18.712,0	553,7	207,4	7.531,9	616,5	2.455,3	1.243,5	3.732,0	2.357,7	14,0
III	19.232,6	563,2	202,9	7.629,3	645,6	2.509,2	1.275,2	3.934,3	2.468,8	4,2
2006 Oct	19.414,8	567,1	191,8	7.651,5	643,2	2.548,0	1.283,3	4.034,1	2.497,4	-1,5
Nov	19.719,4	571,5	192,6	7.714,5	636,8	2.571,3	1.279,4	4.046,1	2.666,8	40,4
Dic	19.748,7	592,2	156,9	7.902,9	614,3	2.587,2	1.268,8	4.026,4	2.576,6	23,4
2007 Ene	20.097,9	575,7	170,4	7.906,6	641,5	2.624,3	1.276,6	4.218,3	2.664,1	20,4
Feb ^(p)	20.274,6	578,7	189,4	7.918,9	652,3	2.665,0	1.287,5	4.267,0	2.678,3	37,6
Operaciones										
2004	1.269,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,2	49,6	276,9	232,1	37,8
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,1	448,0	333,8	-50,8
2006 I	593,9	-0,6	19,6	103,0	9,0	77,0	29,0	240,6	81,9	34,5
II	359,8	21,5	15,2	204,8	14,9	65,0	1,2	19,4	12,6	5,3
III	486,1	9,5	-4,5	97,7	9,8	56,7	24,5	203,6	101,2	-12,4
2006 Oct	176,9	3,9	-11,1	22,2	0,7	38,2	4,3	98,5	27,7	-7,5
Nov	373,9	4,4	0,8	69,5	14,6	31,0	-8,1	67,2	145,7	48,8
Dic	17,0	20,7	-36,2	182,5	-21,6	16,5	-2,2	-29,9	-95,2	-17,6
2007 Ene	286,0	-17,0	12,2	-17,5	28,8	29,7	0,4	166,6	91,4	-8,7
Feb ^(p)	214,7	3,1	19,0	16,4	11,3	48,5	7,2	81,3	4,1	23,8

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

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

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

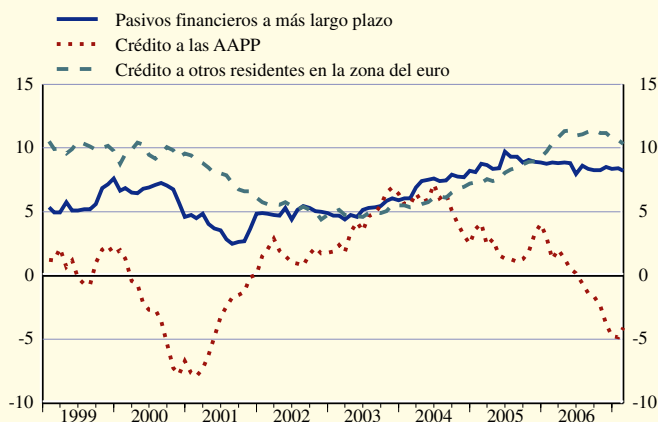
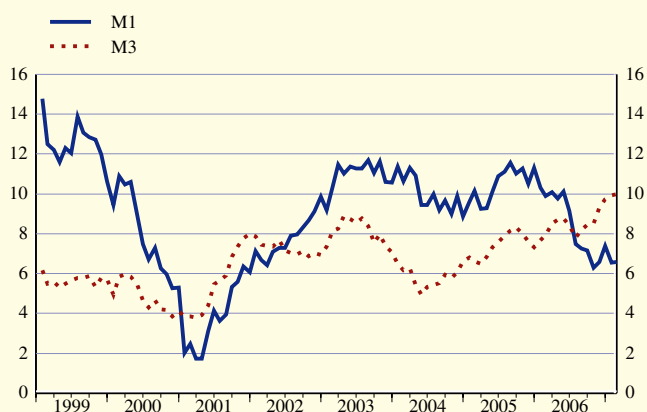
					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	M2		M3-M2		5	6	7	8	9	10	11
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4							
Saldos vivos											
2004	2.906,7	2.663,2	5.569,9	965,4	6.535,2	-	4.462,8	2.298,1	8.698,6	7.553,7	373,8
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	994,9	7.067,5	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006 I	3.492,8	2.720,2	6.213,0	1.007,8	7.220,8	-	5.139,7	2.438,0	9.903,1	8.553,2	426,6
II	3.555,6	2.783,0	6.338,6	1.027,4	7.366,0	-	5.222,5	2.389,4	10.141,7	8.756,7	456,1
III	3.591,5	2.877,4	6.468,9	1.092,6	7.561,5	-	5.323,0	2.364,9	10.443,9	8.992,8	467,6
2006 Oct	3.595,9	2.902,3	6.498,2	1.094,3	7.592,5	-	5.363,7	2.354,7	10.529,2	9.052,5	484,2
Nov	3.618,8	2.931,4	6.550,2	1.096,3	7.646,5	-	5.396,7	2.342,5	10.601,2	9.114,3	563,6
Dic	3.674,1	2.953,9	6.628,0	1.090,7	7.718,7	-	5.422,1	2.319,9	10.659,8	9.167,2	631,8
2007 Ene	3.685,9	2.989,1	6.675,0	1.137,5	7.812,4	-	5.469,7	2.320,5	10.772,1	9.272,6	629,5
Feb ^(p)	3.708,7	3.006,2	6.714,9	1.150,3	7.865,2	-	5.504,7	2.321,6	10.838,7	9.341,0	679,8
Operaciones											
2004	237,3	110,7	348,1	58,1	406,2	-	341,0	55,3	580,5	508,7	162,5
2005	337,0	138,9	475,9	6,9	482,8	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006 I	75,1	69,7	144,7	27,9	172,6	-	108,0	-19,2	326,3	252,7	0,3
II	65,4	66,3	131,6	26,6	158,3	-	104,0	-29,0	257,4	213,3	39,1
III	35,2	93,9	129,1	49,8	178,8	-	94,0	-31,9	296,8	242,0	-10,1
2006 Oct	4,4	25,0	29,4	4,7	34,1	-	36,2	-7,7	82,9	60,8	13,3
Nov	24,3	32,7	57,0	17,0	74,0	-	43,9	-10,3	81,5	70,8	82,8
Dic	48,5	23,0	71,5	-3,5	68,0	-	33,8	-17,4	57,1	52,2	69,2
2007 Ene	3,2	25,8	29,0	48,5	77,5	-	29,1	-4,5	85,1	78,3	-3,8
Feb ^(p)	24,0	19,0	43,1	13,1	56,2	-	40,4	-0,5	73,7	73,4	51,0
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	8,9	4,3	6,6	6,4	6,6	6,5	8,2	2,5	7,1	7,2	162,5
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,7	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Mar	10,1	7,9	9,0	5,6	8,5	8,4	8,8	2,0	11,6	10,8	-6,7
Jun	9,2	8,8	9,0	4,9	8,4	8,3	7,9	0,2	11,6	11,0	-19,3
Sep	7,2	9,9	8,4	9,0	8,4	8,4	8,3	-1,6	12,2	11,4	-10,9
2006 Oct	6,3	10,8	8,2	10,3	8,5	8,8	8,2	-2,4	12,0	11,2	18,8
Nov	6,6	11,7	8,8	12,3	9,3	9,2	8,5	-3,8	11,9	11,2	135,6
Dic	7,4	11,7	9,3	12,5	9,7	9,7	8,4	-4,7	11,5	10,8	194,6
2007 Ene	6,5	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,4	-4,8	11,3	10,6	183,8
Feb ^(p)	6,6	11,6	8,8	17,6	10,0	-	8,2	-4,1	10,7	10,3	249,4

C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3; véase el Glosario).

3) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

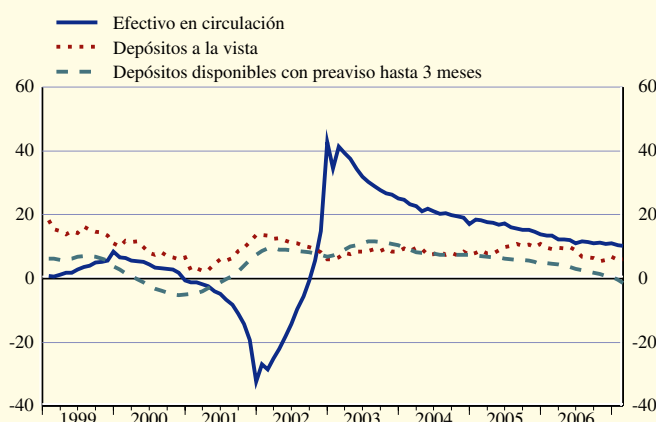
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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	458,3	2.448,4	1.026,8	1.636,4	243,5	619,6	102,3	1.964,2	90,0	1.358,0	1.050,5
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	237,0	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006 I	535,4	2.957,4	1.156,7	1.563,5	239,0	605,7	163,1	2.239,4	88,7	1.559,0	1.252,6
II	548,3	3.007,3	1.217,4	1.565,6	248,0	617,7	161,8	2.287,2	92,4	1.598,0	1.244,9
III	563,8	3.027,7	1.311,5	1.565,9	268,7	645,2	178,7	2.330,2	97,5	1.626,7	1.268,7
2006 Oct	571,1	3.024,9	1.338,2	1.564,1	256,4	643,5	194,3	2.344,8	99,3	1.640,1	1.279,6
Nov	574,2	3.044,7	1.372,0	1.559,4	257,0	639,9	199,4	2.365,5	101,2	1.648,1	1.281,9
Dic	579,0	3.095,1	1.402,2	1.551,7	262,3	631,5	196,9	2.397,3	102,4	1.654,5	1.267,9
2007 Ene	583,2	3.102,7	1.442,3	1.546,7	269,8	645,5	222,2	2.420,5	105,2	1.666,7	1.277,3
Feb ^(p)	588,3	3.120,4	1.468,3	1.537,9	264,5	655,6	230,3	2.440,6	106,9	1.670,3	1.286,9
Operaciones											
2004	66,8	170,6	-2,6	113,4	24,2	22,7	11,3	185,5	-0,9	106,7	49,6
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-7,5	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006 I	13,9	61,2	49,1	20,6	2,0	-4,1	30,0	40,6	1,8	38,2	27,4
II	12,9	52,5	64,0	2,3	9,7	13,4	3,5	55,3	3,7	39,8	5,2
III	15,5	19,6	93,7	0,2	20,7	8,4	20,7	42,2	5,1	30,1	16,6
2006 Oct	7,3	-2,9	26,8	-1,8	-12,3	1,5	15,5	14,1	1,8	13,3	7,0
Nov	3,1	21,2	37,3	-4,6	0,6	17,5	-1,1	34,4	2,0	9,4	-1,9
Dic	4,9	43,6	30,3	-7,3	5,3	-7,5	-1,3	31,3	1,1	6,8	-5,5
2007 Ene	3,8	-0,6	31,7	-5,9	7,4	15,5	25,5	15,5	2,1	9,5	2,0
Feb ^(p)	5,1	18,9	27,8	-8,8	-5,2	10,6	7,7	28,3	1,6	4,5	5,9
Tasas de crecimiento											
2004 Dic	17,0	7,5	-0,3	7,4	11,1	3,8	12,3	10,3	-1,0	8,5	4,9
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-3,1	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Mar	12,3	9,7	12,8	4,4	3,6	-0,4	43,5	8,7	-3,1	8,9	9,8
Jun	11,1	8,8	17,3	3,1	2,7	0,7	30,4	8,1	1,6	8,9	7,1
Sep	11,1	6,5	21,4	1,7	12,3	0,6	44,7	8,1	10,6	9,3	7,1
2006 Oct	11,3	5,4	24,2	1,4	8,4	1,8	55,8	7,6	13,8	9,6	7,4
Nov	10,8	5,8	27,2	0,9	8,8	5,7	49,3	8,8	16,5	9,5	6,3
Dic	11,0	6,7	27,2	0,6	11,1	4,7	52,3	9,9	17,8	9,1	4,0
2007 Ene	10,5	5,8	29,3	-0,5	11,7	8,2	58,3	10,2	18,9	8,9	4,0
Feb ^(p)	10,2	5,9	29,3	-1,4	15,1	9,6	54,3	10,7	20,7	8,2	2,8

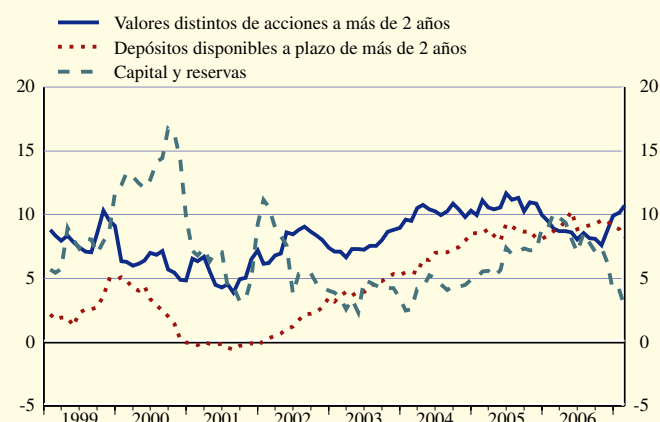
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

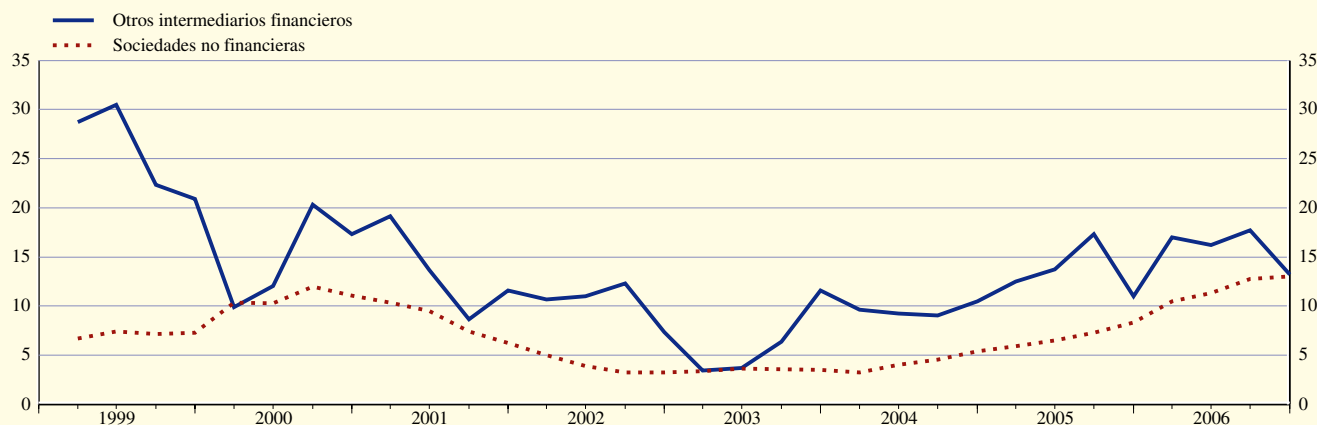
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006 I	81,9	57,1	661,9	412,0	3.525,1	1.060,8	626,7	1.837,6
II	84,7	59,6	673,5	419,6	3.640,0	1.098,6	650,9	1.890,5
III	89,5	63,0	703,6	439,0	3.731,0	1.106,4	681,7	1.942,9
2006 Nov	95,0	68,1	704,1	434,7	3.806,1	1.129,0	700,4	1.976,7
Dic	82,9	55,1	695,7	420,4	3.846,7	1.134,3	711,6	2.000,8
2007 Ene	99,9	72,1	721,6	440,7	3.897,7	1.150,8	722,2	2.024,8
Feb ^(p)	97,0	70,2	742,6	461,2	3.919,8	1.154,4	730,1	2.035,3
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	32,5	20,7	91,2	8,3	30,8	52,1
2006 Nov	6,1	6,2	4,9	-0,5	43,1	13,4	9,5	20,2
Dic	-12,1	-13,0	-14,0	-14,7	43,1	-1,4	11,8	32,7
2007 Ene	16,9	17,0	16,9	19,1	36,3	11,7	7,4	17,2
Feb ^(p)	-2,8	-1,9	22,1	21,3	24,7	4,5	8,6	11,7
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 Nov	26,1	35,0	16,0	17,3	13,1	10,7	20,8	12,0
Dic	28,3	33,0	13,2	15,6	13,0	9,4	21,1	12,4
2007 Ene	30,5	36,9	11,4	13,2	13,2	9,6	20,8	12,7
Feb ^(p)	28,8	37,1	10,8	12,4	12,6	9,0	19,8	12,3

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

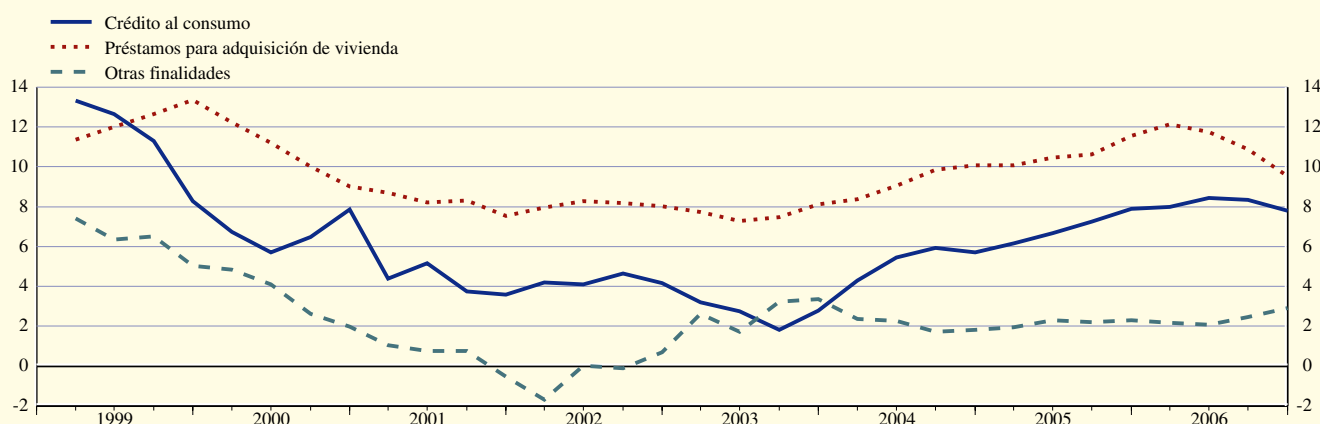
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006 I	4.280,1	557,1	126,2	200,9	230,1	3.004,0	15,1	67,9	2.921,0	719,1	146,4	98,1	474,5
II	4.383,9	576,1	130,6	205,5	240,0	3.079,3	15,8	70,0	2.993,6	728,4	150,7	98,3	479,5
III	4.458,7	582,9	130,2	206,1	246,5	3.147,1	16,4	70,9	3.059,8	728,7	146,7	99,1	483,0
2006 Oct	4.477,1	584,3	131,9	206,0	246,4	3.163,6	15,6	71,2	3.076,7	729,2	146,0	99,3	484,0
Nov	4.511,8	585,3	131,7	206,5	247,0	3.190,5	15,8	71,0	3.103,6	736,0	150,1	100,0	485,9
Dic	4.534,8	586,8	134,1	205,3	247,4	3.209,6	15,8	71,6	3.122,2	738,5	146,2	101,8	490,4
2007 Ene	4.555,2	586,5	133,5	204,5	248,5	3.230,4	15,5	72,0	3.142,9	738,4	145,3	101,2	491,8
Feb ^(p)	4.576,2	584,0	130,5	204,0	249,6	3.251,8	15,7	72,0	3.164,0	740,4	145,6	101,2	493,6
	Operaciones												
2004	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006 I	78,3	5,2	-2,2	1,2	6,2	71,8	0,0	0,4	71,4	1,2	-0,2	0,4	1,0
II	105,4	19,3	4,5	4,3	10,4	75,6	0,6	1,9	73,0	10,5	4,5	0,7	5,4
III	78,1	8,8	0,2	0,8	7,8	68,5	0,7	0,9	66,9	0,9	-4,0	0,8	4,1
2006 Oct	19,2	3,1	1,5	0,0	1,6	15,0	-0,4	0,3	15,1	1,1	-0,7	0,4	1,5
Nov	36,5	2,4	0,4	0,7	1,4	26,8	0,3	-0,2	26,7	7,3	4,0	0,8	2,4
Dic	25,5	4,0	2,5	-0,7	2,2	21,5	0,4	0,7	20,4	-0,1	-2,0	0,9	1,1
2007 Ene	17,1	-2,2	-0,6	-1,4	-0,2	19,3	-0,3	0,4	19,2	0,0	-1,2	-0,6	1,8
Feb ^(p)	22,1	-2,0	-2,9	-0,5	1,4	21,7	0,3	0,1	21,3	2,4	0,4	0,0	2,0
	Tasas de crecimiento												
2004 Dic	7,9	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Mar	9,8	8,0	5,9	5,8	11,1	12,1	6,9	6,0	12,3	2,2	1,6	2,1	2,4
Jun	9,6	8,4	6,2	4,8	13,1	11,8	7,5	8,1	11,9	2,1	0,8	2,4	2,4
Sep	9,1	8,3	5,1	4,1	14,0	10,9	9,5	7,3	11,0	2,5	1,3	3,2	2,7
2006 Oct	8,6	8,0	5,2	3,5	13,7	10,2	9,4	7,3	10,3	2,5	1,3	3,6	2,6
Nov	8,6	7,9	5,9	3,5	13,1	10,2	10,6	6,4	10,2	3,1	2,2	3,8	3,2
Dic	8,2	7,8	5,5	3,1	13,3	9,5	11,1	6,1	9,6	2,9	1,0	4,2	3,3
2007 Ene	8,0	7,1	5,2	2,6	12,3	9,4	10,2	7,0	9,5	2,9	0,5	4,2	3,4
Feb ^(p)	8,0	6,5	3,6	1,9	12,2	9,4	11,9	6,8	9,5	3,4	1,2	3,6	4,1

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

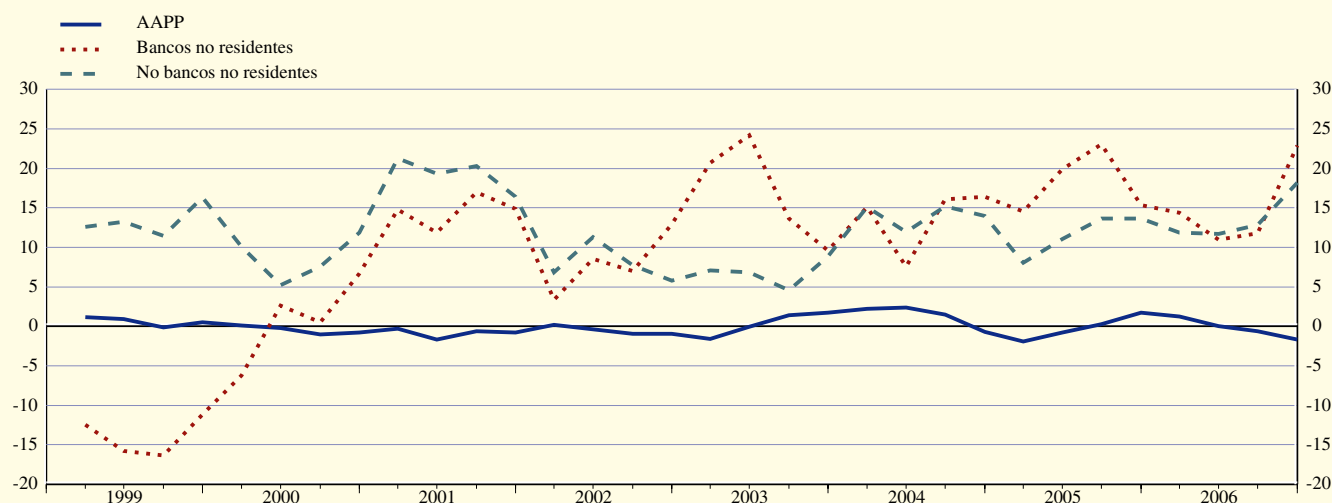
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 I	816,3	118,5	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,3	106,7	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	804,2	101,8	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV ^(p)	809,7	103,6	232,5	439,4	34,2	2.923,1	2.053,2	869,9	67,2	802,7
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 I	-10,4	-6,3	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III	-3,0	-2,7	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV ^(p)	6,1	2,7	2,4	2,5	-1,4	217,5	159,3	58,2	1,3	56,9
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Mar	1,2	-8,0	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,1	-13,9	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep	-0,6	-12,8	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic ^(p)	-1,7	-14,4	-5,8	3,1	17,1	21,5	22,9	18,2	1,8	19,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

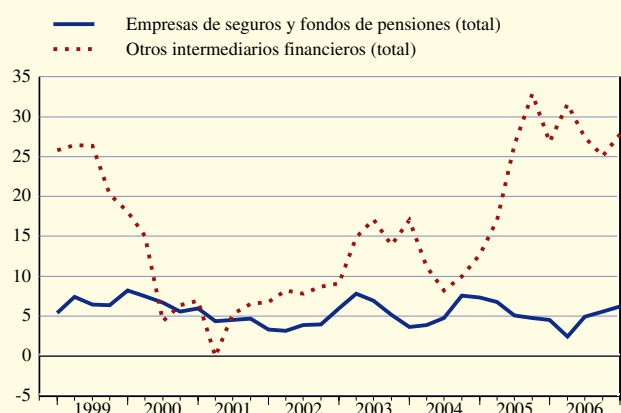
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ⁽³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006 I	613,0	65,6	50,4	474,8	1,1	1,4	19,7	986,8	271,5	195,1	373,9	11,0	0,1	135,2
II	625,7	68,6	47,9	484,7	1,0	1,4	22,1	1.045,8	278,1	213,3	404,6	10,8	0,2	138,8
III	637,3	66,8	51,1	492,7	1,0	1,4	24,4	1.082,5	272,2	236,0	418,4	10,2	0,3	145,5
2006 Nov	636,3	63,7	50,4	492,6	1,0	1,4	27,2	1.116,2	271,5	245,0	451,3	10,8	0,2	137,3
Dic	650,0	70,3	57,0	495,4	1,0	1,4	24,9	1.137,4	282,7	252,6	469,5	10,6	0,2	121,8
2007 Ene	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,6	307,3	247,1	476,0	10,5	0,2	136,6
Feb	657,2	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,3	1.176,4	299,7	247,2	480,6	10,3	0,2	138,5
Operaciones														
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,1	0,9	5,8	43,6	4,1	0,0	17,7
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006 I	0,6	-2,0	-1,4	5,0	-0,1	0,0	-0,8	98,2	38,3	10,7	34,4	0,5	0,0	14,2
II	12,9	3,0	-2,4	10,0	0,0	0,0	2,4	61,7	7,6	18,5	31,3	-0,1	0,1	4,3
III	11,4	-1,9	3,2	8,0	-0,1	0,0	2,2	35,9	-6,6	22,5	14,0	-0,7	0,1	6,7
2006 Nov	-1,0	-2,2	2,2	-0,4	0,0	0,0	-0,7	33,3	12,0	5,5	13,7	0,7	0,0	1,4
Dic	13,6	6,6	6,6	2,8	0,0	0,0	-2,3	14,2	5,3	6,6	18,1	-0,2	0,0	-15,6
2007 Ene	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	37,2	24,0	-6,4	5,2	-0,3	0,0	14,8
Feb	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	0,9	-7,1	0,9	5,3	-0,1	0,0	1,9
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,3	67,6	-	17,1
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Mar	2,4	-1,7	2,2	3,1	11,3	0,9	-0,3	31,6	20,7	41,8	52,2	6,1	-	4,7
Jun	4,9	11,8	-1,7	4,6	-8,9	0,8	7,5	27,4	18,2	43,5	42,5	-1,8	-	-1,8
Sep	5,6	10,9	-0,4	5,5	-12,0	-3,8	8,6	25,1	7,9	39,3	40,2	-3,2	-	8,4
2006 Nov	5,0	-6,2	19,4	4,8	-14,3	-3,8	17,9	27,2	16,2	37,9	41,9	-1,1	-	0,5
Dic	6,2	4,1	10,5	5,5	-16,0	-3,4	21,2	27,8	19,1	37,3	38,9	2,9	-	1,3
2007 Ene	5,6	-0,7	15,5	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,8	4,7	-	5,4
Feb	6,9	1,2	23,3	6,2	-6,7	-13,8	7,5	24,1	15,0	30,2	35,1	1,1	-	4,8

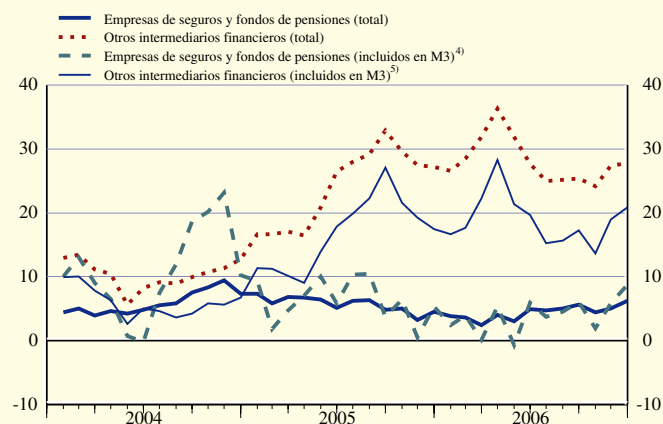
C8 Depósitos totales por sector⁽²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector⁽²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

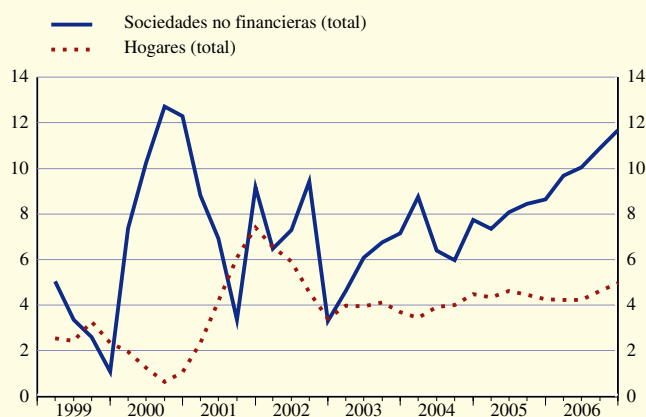
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 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 Nov	1.289,4	799,7	351,3	71,3	42,0	1,3	23,7	4.452,6	1.698,2	644,6	602,1	1.341,5	97,7	68,5
Dic	1.342,8	851,8	355,1	69,4	40,5	1,3	24,7	4.552,1	1.750,9	669,0	606,6	1.355,7	99,8	70,0
2007 Ene	1.302,1	806,9	359,1	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,1	1.717,5	701,3	602,6	1.357,1	101,7	72,9
Feb ^(p)	1.304,0	808,4	360,1	69,2	38,0	2,1	26,3	4.562,2	1.717,2	721,7	597,3	1.347,2	103,8	75,0
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 Nov	14,7	18,6	-1,4	-0,8	-0,5	0,0	-1,2	11,1	2,8	15,6	-3,0	-8,4	2,6	1,6
Dic	55,3	52,4	5,1	-1,8	-1,4	0,0	1,0	99,8	52,2	24,5	4,9	14,5	2,1	1,5
2007 Ene	-45,1	-46,6	2,6	0,1	-1,4	0,0	0,1	-11,8	-39,1	26,6	-5,1	1,1	1,8	2,9
Feb ^(p)	3,1	2,0	1,6	-0,4	-1,4	0,0	1,4	9,7	-0,1	20,8	-5,3	-9,9	2,1	2,1
Tasas de crecimiento														
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Mar	9,7	9,8	11,5	6,6	14,2	-27,6	-9,8	4,2	7,4	6,6	-1,7	3,2	-2,7	7,6
Jun	10,1	8,9	15,4	8,3	4,3	-19,5	1,1	4,2	6,0	11,5	-2,5	2,2	2,1	14,9
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 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	11,7	11,2	18,3	5,6	-9,2	5,9	0,4	4,9	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,7
2007 Ene	10,1	9,1	20,1	1,9	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
Feb ^(p)	10,9	9,9	19,8	0,3	-19,8	8,5	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7

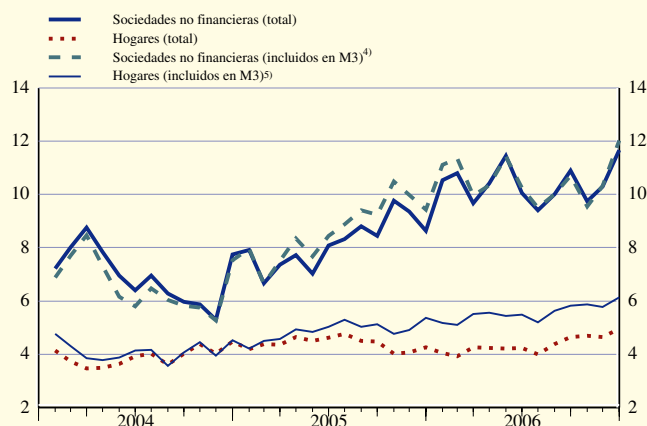
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

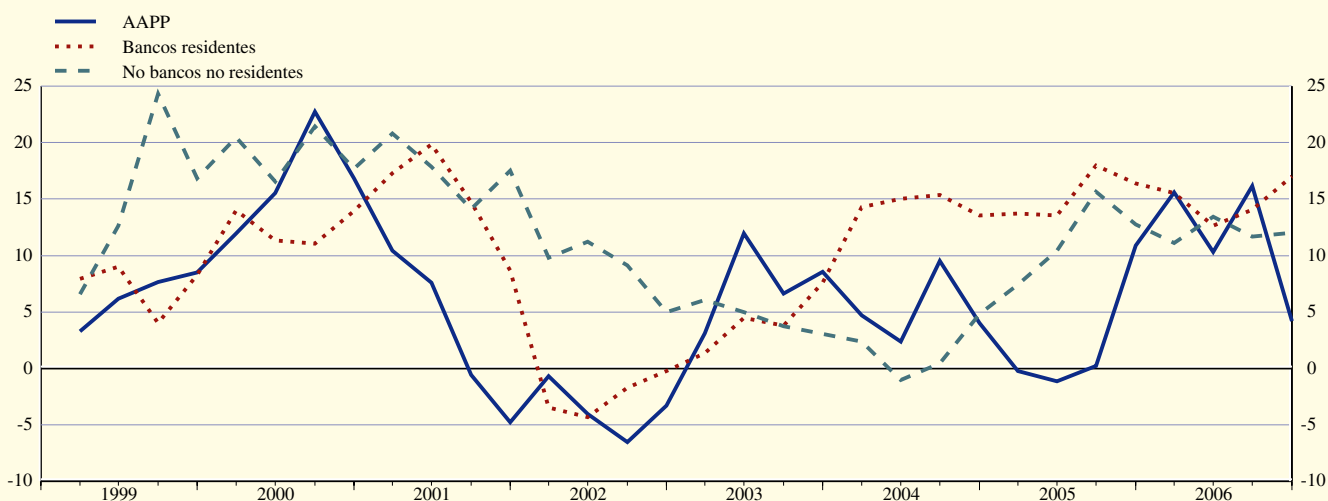
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
IV ^(p)	327,9	123,2	45,4	91,2	68,1	3.428,9	2.552,1	876,8	128,6	748,2
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV ^(p)	-7,8	-25,0	3,8	5,6	7,9	98,4	99,0	-0,6	-4,7	4,1
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
Jun	10,3	2,7	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
Dic ^(p)	4,2	-17,2	18,4	10,1	52,5	15,7	17,0	12,0	2,3	13,9

C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

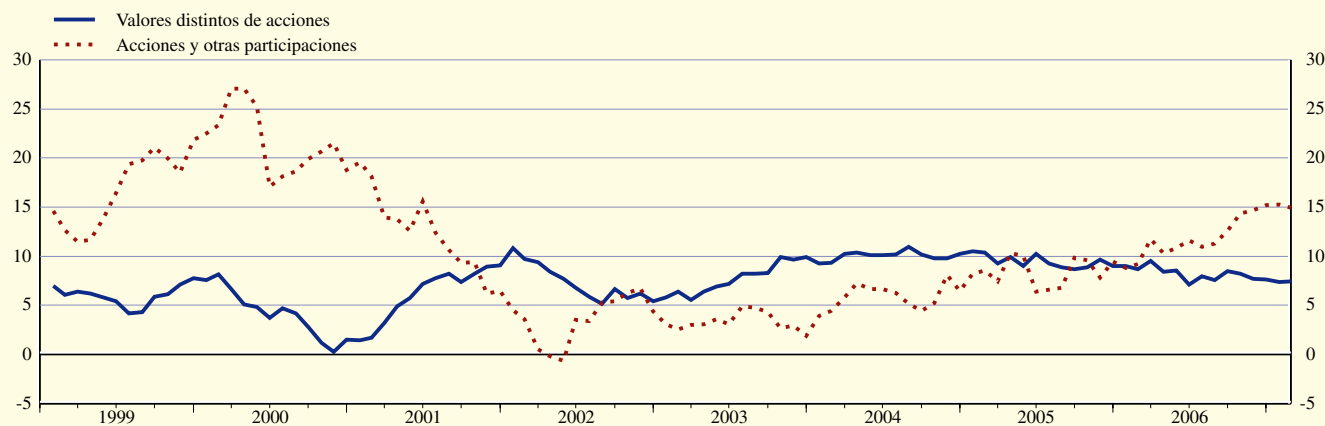
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2004	3.939,9	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,2	16,3	751,8	1.161,2	285,4	660,1	215,7
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006 I	4.551,2	1.501,6	69,3	1.423,8	16,6	544,9	28,6	966,3	1.359,5	323,6	773,0	262,9
II	4.565,7	1.519,5	65,8	1.385,6	17,2	572,6	27,4	977,7	1.367,8	334,5	774,7	258,7
III	4.652,8	1.557,7	68,9	1.334,7	16,7	589,3	28,7	1.056,8	1.415,5	342,4	797,2	275,8
2006 Oct	4.691,8	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	4.663,9	1.558,2	72,3	1.259,8	16,2	618,9	29,7	1.108,8	1.489,2	377,5	816,0	295,7
2007 Ene	4.755,7	1.584,8	75,1	1.278,8	16,2	616,5	30,6	1.153,9	1.528,9	386,3	833,4	309,2
Feb ^(p)	4.789,9	1.598,4	77,5	1.276,9	16,0	625,3	32,5	1.163,3	1.539,6	396,1	821,1	322,3
	Operaciones											
2004	368,4	148,0	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,3	69,7	2,3	36,4	30,9
2005	356,2	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006 I	172,6	59,2	3,6	23,4	0,2	22,2	3,4	60,7	89,2	10,7	67,2	11,3
II	45,4	15,1	-2,0	-20,8	1,0	29,1	-0,4	23,3	17,4	13,5	8,0	-4,0
III	72,4	39,0	4,1	-58,2	-0,7	18,6	1,2	68,4	25,6	2,1	10,0	13,4
2006 Oct	37,1	10,9	0,6	-9,0	-0,1	12,8	1,5	20,5	26,5	1,0	14,7	10,8
Nov	62,8	14,1	2,2	0,4	0,4	9,5	-0,6	36,8	29,4	28,4	6,3	-5,3
Dic	-54,1	-17,7	2,3	-59,3	-0,2	11,2	0,9	8,7	5,5	3,4	-10,2	12,3
2007 Ene	80,4	25,7	1,9	15,2	-0,7	-2,0	3,7	36,7	35,8	7,2	14,4	14,2
Feb ^(p)	44,1	13,3	3,6	-3,0	0,0	8,3	2,4	19,5	12,8	10,0	-10,3	13,1
	Tasas de crecimiento											
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,2	22,0	6,5	0,9	5,9	17,3
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,5	9,4	8,0	13,6
2006 Mar	9,5	8,3	1,2	1,6	-0,4	16,5	68,1	21,1	11,7	9,9	15,3	3,8
Jun	7,1	5,9	1,0	-0,9	12,4	17,4	50,7	15,9	11,6	12,6	12,3	8,3
Sep	8,5	8,5	6,9	-3,6	1,7	22,0	50,5	19,6	12,6	12,7	12,9	11,2
2006 Oct	8,2	8,9	5,1	-5,3	-1,0	21,3	38,8	20,7	14,3	13,0	13,7	17,9
Nov	7,7	9,3	6,9	-8,1	2,2	19,3	27,0	23,4	14,7	17,1	14,2	12,9
Dic	7,7	8,3	16,5	-8,9	3,1	19,8	23,9	24,1	15,2	18,8	13,6	15,2
2007 Ene	7,4	8,1	24,9	-9,3	-2,7	18,4	31,1	23,7	15,3	17,3	13,3	18,4
Feb ^(p)	7,5	7,8	24,3	-9,1	-5,0	17,4	41,5	24,2	14,9	22,3	9,3	21,9

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM^(1), 2) (mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006 I	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,2	-2,0	-0,5	-0,3	-1,2
II	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-1,4	-0,1	-0,6	-0,7
III	-0,9	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,1	-0,3	-0,7
2006 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	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,3	-0,2	-0,5	-0,5
2007 Ene	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5
Feb ^(p)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006 I	-3,5	-1,2	-0,7	-1,6	-0,2	0,0	-0,2
II	-2,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,0	0,0
III	-2,5	-0,5	-1,2	-0,9	-0,2	0,0	-0,2
2006 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	-2,9	-0,6	-1,2	-1,1	-0,2	0,0	-0,2
2007 Ene	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Feb ^(p)	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006 I	-6,6	-1,2	-0,1	-4,1	-0,1	-0,8	-0,1	-0,3	15,9	4,0	6,6	5,3
II	-9,0	0,2	-0,1	-4,2	0,0	-1,2	-0,1	-3,6	-10,8	-2,2	-6,4	-2,2
III	11,7	2,0	0,0	6,0	0,0	1,3	0,0	2,3	14,0	3,0	8,1	2,8
2006 Oct	0,4	0,2	0,0	-1,6	0,0	0,8	0,0	1,0	5,3	0,7	2,7	1,9
Nov	0,3	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,4	0,0	-0,2	2,9	-0,4	2,8	0,4
Dic	-4,8	-0,5	-0,1	-3,6	0,0	-1,0	-0,1	0,5	4,0	2,0	2,3	-0,3
2007 Ene	0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	0,0	0,1	1,3	2,9	0,4	2,1	0,4
Feb ^(p)	1,9	0,5	-0,1	1,1	0,0	0,5	0,0	-0,1	-1,5	-0,1	-1,4	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 I	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.467,7	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
II	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
III	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
IV ^(p)	5.245,7	90,7	9,3	5,7	0,4	1,4	1,2	8.010,2	96,3	3,7	2,2	0,3	0,1	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 I	2.410,4	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
II	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
IV ^(p)	2.552,1	45,2	54,8	35,5	2,4	2,6	11,1	876,8	51,0	49,0	31,8	1,3	1,9	10,4

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
				USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
II	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
III	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
IV ^(p)	4.482,7	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006 I	4.656,3	-	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5
II	4.730,3	-	-	-	-	-	-	9.591,2	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5
III	4.790,8	-	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6
IV ^(p)	4.928,9	-	-	-	-	-	-	9.969,8	96,4	3,6	1,7	0,1	1,1	0,5
	A no residentes en la zona del euro													
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 I	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
II	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
IV ^(p)	2.053,2	50,6	49,4	29,1	2,2	2,3	10,8	869,9	39,8	60,2	42,5	1,3	4,0	8,7

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total							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	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
IV ^(p)	1.630,6	95,6	4,4	2,3	0,3	0,3	1,3	1.924,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 I	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
II	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,8	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
III	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,6	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV ^(p)	510,7	52,5	47,5	28,4	0,7	0,4	14,5	598,0	38,7	61,3	35,6	4,5	0,8	15,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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

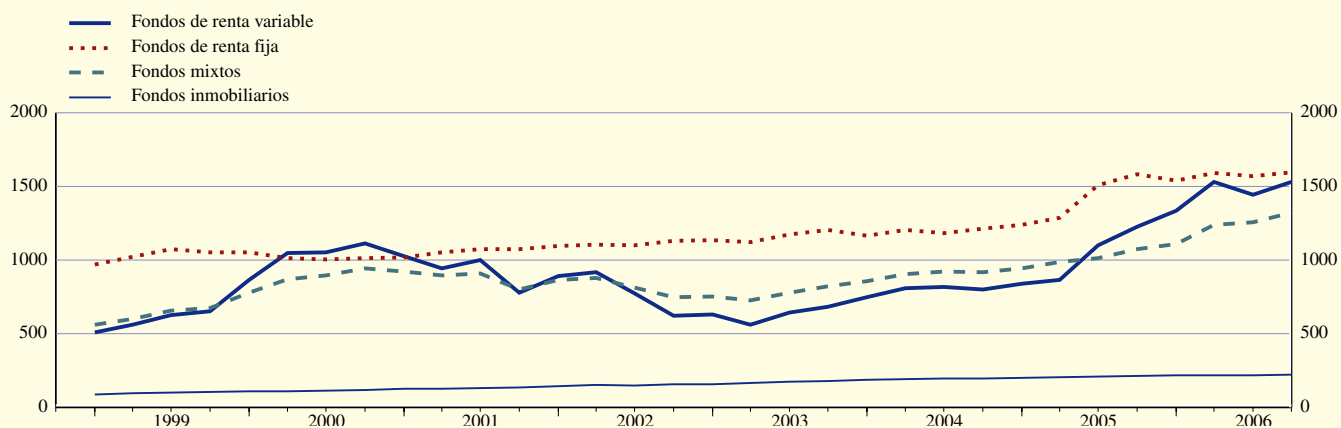
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2005 II	4.313,4	58,6	4.034,4	220,4
III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
III (p)	5.355,2	75,7	4.992,4	287,0

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 período; operaciones realizadas en el período)

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005 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 ¹⁾				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 período; operaciones realizadas en el período)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	Saldos vivos												
2005 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	19.542,5	9.621,9	8.448,2	937,9	79,8	858,1	4.062,7	1.270,6	2.792,1	4.621,3	307,1	4.314,3	588,9
2006 I	20.177,3	9.846,1	8.642,9	932,6	86,7	845,9	4.199,9	1.290,9	2.909,0	4.713,5	302,4	4.411,1	648,1
II	20.252,9	10.069,6	8.854,1	919,0	88,7	830,3	4.330,0	1.339,9	2.990,1	4.820,6	311,9	4.508,6	689,1
III	20.641,1	10.241,8	9.014,9	911,1	90,5	820,6	4.429,4	1.355,4	3.074,0	4.901,3	309,1	4.592,2	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	278,2	265,3	224,7	14,4	-7,5	21,9	131,1	45,3	85,8	119,8	6,5	113,3	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	182,7	166,4	-2,9	1,8	-4,7	101,6	21,1	80,5	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	8,1	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	9,1	9,3	0,7	8,7	-0,1	10,8	8,0	12,1	9,4	3,8	9,8	37,5
III	5,8	9,6	9,5	-0,1	4,1	-0,5	12,4	11,2	13,0	9,0	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 período; operaciones realizadas en el período)

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2005 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	77,9	11,4	-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

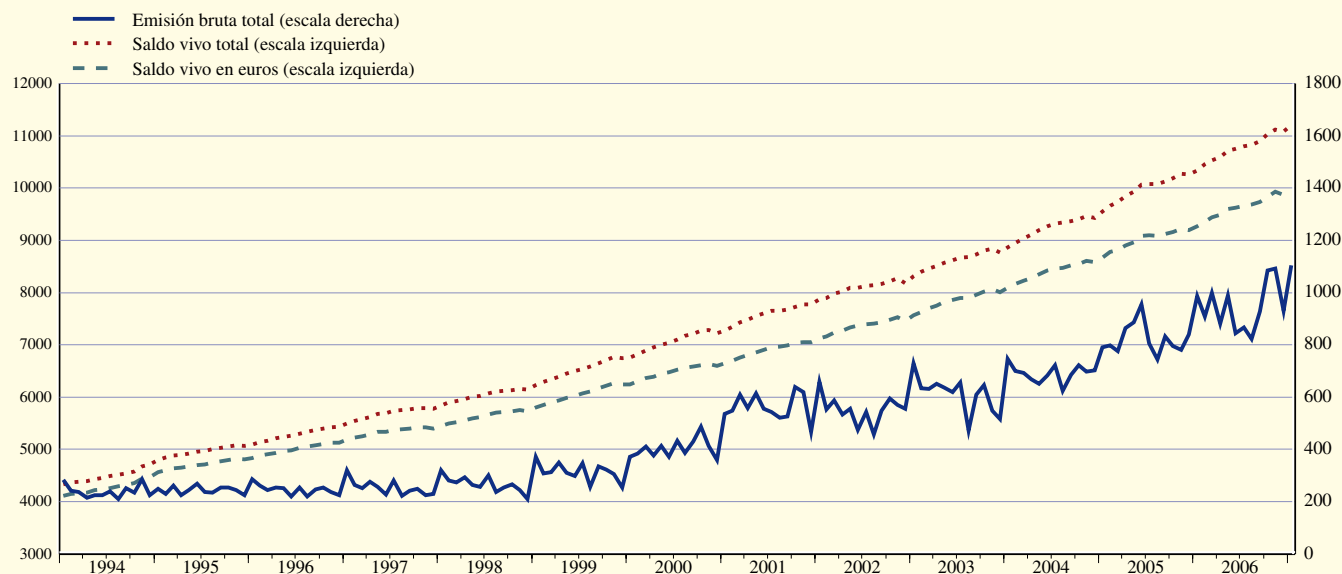
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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											
2006 Ene	10.882,8	971,4	55,6	9.274,8	926,4	84,7	10.341,2	986,6	103,2	7,6	61,6	7,1
Feb	10.995,3	922,7	110,2	9.358,5	851,0	81,3	10.452,8	907,8	94,0	7,3	66,3	7,6
Mar	11.147,5	1.050,4	151,9	9.439,6	937,1	81,0	10.537,4	998,6	97,4	7,6	70,5	8,1
Abr	11.170,1	873,7	19,3	9.491,2	820,6	48,5	10.595,2	881,4	67,4	7,2	55,6	8,0
May	11.296,8	1.007,7	126,9	9.603,3	936,8	112,2	10.716,1	989,0	126,0	7,8	88,9	8,3
Jun	11.358,9	895,3	64,1	9.624,4	792,7	23,0	10.748,5	845,7	31,7	6,7	24,0	7,2
Jul	11.372,0	877,5	12,5	9.659,8	820,0	34,8	10.797,9	867,7	44,7	7,1	53,7	7,0
Ago	11.404,2	837,8	31,7	9.681,2	779,9	20,9	10.827,5	822,4	24,3	7,3	74,4	7,1
Sep	11.525,0	1.004,1	120,4	9.731,9	882,0	50,3	10.896,2	927,7	57,0	7,4	57,2	6,8
Oct	11.621,6	1.106,1	94,4	9.835,9	1.022,9	102,1	11.032,0	1.085,6	122,6	8,0	123,4	8,1
Nov	11.759,1	1.133,3	136,6	9.927,4	1.036,6	91,0	11.123,5	1.092,1	107,2	8,3	99,8	8,3
Dic	11.741,8	979,6	-17,9	9.875,7	885,6	-52,7	11.081,6	930,4	-56,9	8,0	42,3	8,6
2007 Ene	.	.	.	9.969,8	1.045,1	94,2	11.205,0	1.103,9	112,1	8,0	72,7	8,9
	A largo plazo											
2006 Ene	9.945,2	196,6	48,9	8.424,4	173,7	44,7	9.353,2	195,7	57,1	8,1	57,5	7,3
Feb	10.039,7	220,0	93,0	8.490,6	175,7	64,6	9.443,6	201,3	76,8	7,7	54,5	7,9
Mar	10.136,3	243,8	96,9	8.561,6	194,3	71,4	9.512,4	220,1	79,7	7,8	60,2	8,2
Abr	10.172,4	174,8	34,6	8.591,0	141,6	28,1	9.550,2	170,6	47,9	7,5	49,3	8,2
May	10.273,0	205,9	100,9	8.676,8	167,4	86,1	9.643,4	187,0	95,7	7,8	63,6	7,9
Jun	10.331,9	199,5	59,7	8.740,2	167,6	64,0	9.727,2	192,5	80,1	6,8	52,0	7,3
Jul	10.365,7	186,7	33,9	8.766,0	158,5	26,0	9.768,2	177,2	37,1	7,2	49,1	7,1
Ago	10.381,9	90,4	16,4	8.777,1	71,5	11,3	9.786,2	87,9	20,7	7,6	65,7	7,3
Sep	10.475,8	218,5	94,3	8.832,2	156,7	55,5	9.855,6	175,4	63,0	7,6	53,5	7,1
Oct	10.578,2	224,7	100,0	8.903,1	173,8	68,9	9.948,7	206,1	86,5	8,2	102,4	8,2
Nov	10.712,3	224,8	133,2	8.997,9	167,2	94,1	10.042,4	193,0	108,4	8,4	101,4	9,0
Dic	10.740,4	172,9	25,5	9.019,8	132,1	18,9	10.072,0	152,0	15,9	8,3	58,9	9,1
2007 Ene	.	.	.	9.067,9	171,7	48,1	10.140,5	194,9	58,5	8,2	61,8	9,3

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
	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												
2005	10.258	4.112	926	613	4.325	283	9.869	6.983	325	1.033	1.433	95
2006	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	11.335	8.375	413	1.118	1.344	85
2006 I	10.537	4.262	969	621	4.395	289	2.893	2.106	85	256	423	22
II	10.749	4.340	1.032	639	4.440	298	2.716	1.976	107	260	351	22
III	10.896	4.438	1.069	637	4.455	298	2.618	1.928	78	265	329	18
IV	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	3.108	2.365	143	336	241	23
2006 Oct	11.032	4.524	1.110	645	4.455	298	1.086	801	56	115	104	9
Nov	11.123	4.556	1.137	648	4.479	304	1.092	834	43	114	91	9
Dic	11.082	4.557	1.165	645	4.411	304	930	729	44	106	46	5
2007 Ene	11.205	4.635	1.169	646	4.450	306	1.104	849	18	76	153	7
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.176	7.376	59	1.023	686	31
2006 I	1.025	539	7	98	376	5	2.276	1.817	14	242	195	8
II	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
III	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
IV	1.010	570	12	94	329	4	2.557	2.087	14	305	144	7
2006 Oct	1.083	603	11	101	364	4	880	707	6	106	57	3
Nov	1.081	596	12	103	367	4	899	732	4	104	57	2
Dic	1.010	570	12	94	329	4	778	648	4	95	30	2
2007 Ene	1.064	607	11	96	346	4	909	753	4	73	77	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.313	3.630	919	523	3.964	278	2.072	937	279	90	705	61
2006	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	2.159	999	354	94	658	54
2006 I	9.512	3.723	962	523	4.020	285	617	290	71	14	228	15
II	9.727	3.809	1.021	538	4.066	293	550	237	91	33	175	14
III	9.856	3.878	1.057	540	4.088	293	441	195	62	16	158	9
IV	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	551	278	130	31	97	16
2006 Oct	9.949	3.921	1.098	545	4.090	294	206	94	50	9	47	6
Nov	10.042	3.960	1.125	546	4.112	300	193	102	39	10	35	7
Dic	10.072	3.986	1.152	551	4.082	300	152	82	40	12	15	3
2007 Ene	10.141	4.028	1.158	550	4.104	301	195	97	14	4	76	4
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.719	2.017	459	413	3.614	217	1.227	413	91	54	621	48
2006	7.049	2.133	536	420	3.723	237	1.292	474	137	60	581	39
2006 I	6.826	2.062	475	407	3.657	225	406	156	31	8	200	12
II	6.921	2.081	499	415	3.695	232	332	109	41	21	151	10
III	6.974	2.108	508	414	3.711	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.049	2.133	536	420	3.723	237	280	116	44	20	90	10
2006 Oct	7.023	2.130	526	416	3.718	234	115	42	23	5	42	4
Nov	7.058	2.136	529	418	3.738	237	100	43	11	9	33	4
Dic	7.049	2.133	536	420	3.723	237	65	32	10	6	15	2
2007 Ene	7.098	2.159	539	420	3.742	238	139	59	6	2	67	4
Del cual: a tipo variable												
2005	2.259	1.344	456	94	305	60	715	429	188	28	58	12
2006	2.605	1.501	610	118	313	63	712	403	213	31	51	14
2006 I	2.332	1.385	482	97	308	60	172	108	39	4	18	3
II	2.431	1.425	517	108	320	61	176	95	50	12	15	4
III	2.489	1.444	543	110	332	60	134	76	40	4	13	2
IV	2.605	1.501	610	118	313	63	230	123	85	11	5	6
2006 Oct	2.525	1.459	566	113	327	60	78	42	27	4	3	2
Nov	2.571	1.479	589	112	328	63	77	43	28	1	2	3
Dic	2.605	1.501	610	118	313	63	75	38	30	6	0	1
2007 Ene	2.614	1.513	612	116	310	63	41	30	7	1	3	0

Fuente: BCE.

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

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

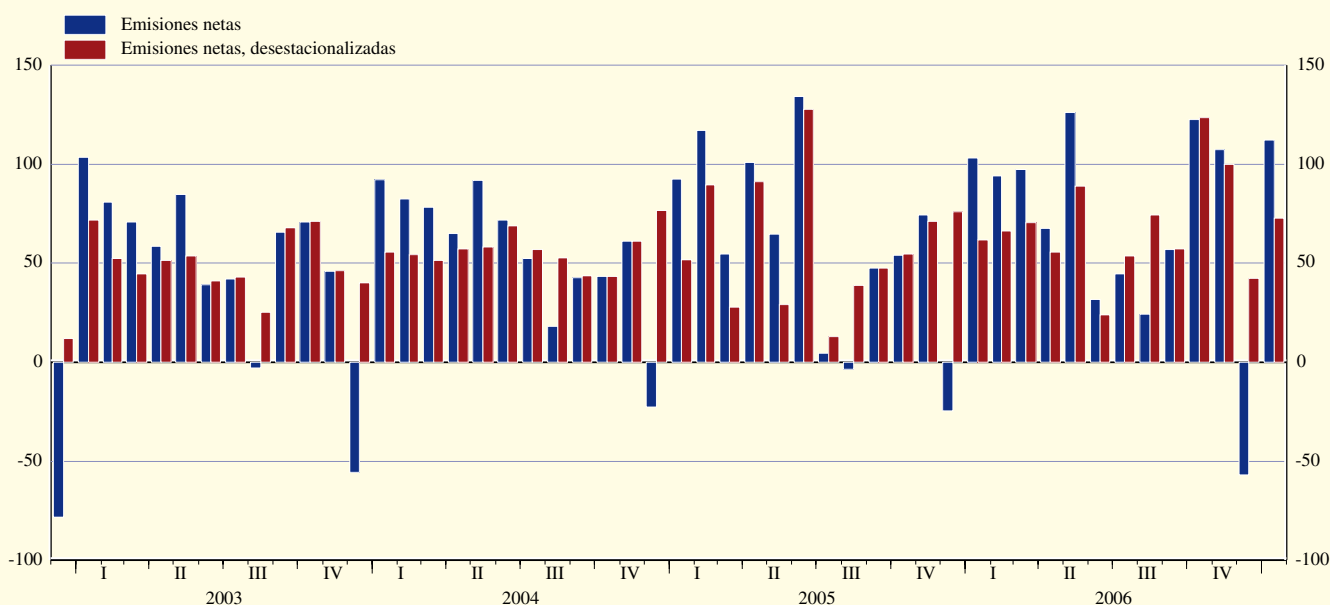
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2005	716,7	316,4	175,8	22,2	170,1	32,2	718,6	319,9	171,6	22,4	172,3	32,4
2006	818,5	418,7	245,5	36,8	95,4	22,1	817,7	423,0	240,9	37,2	94,4	22,2
2006 I	294,6	158,7	46,1	9,4	73,5	6,9	198,4	106,9	66,2	6,0	13,2	6,1
II	225,1	83,6	64,5	19,4	48,6	8,9	168,4	88,0	52,0	12,8	7,3	8,4
III	126,0	78,1	36,3	-2,5	14,4	-0,5	185,3	94,6	53,0	1,7	33,7	2,3
IV	172,8	98,2	98,6	10,5	-41,2	6,7	265,5	133,4	69,7	16,7	40,2	5,4
2006 Oct	122,6	72,6	40,7	8,5	0,0	0,8	123,4	58,6	44,7	5,0	15,2	-0,1
Nov	107,2	39,7	30,1	4,5	27,2	5,6	99,8	42,1	24,1	5,8	24,1	3,7
Dic	-56,9	-14,1	27,8	-2,6	-68,3	0,3	42,3	32,6	0,9	6,0	0,9	1,9
2007 Ene	112,1	70,0	3,1	-0,4	38,3	1,1	72,7	52,5	21,9	-3,2	1,1	0,4
	A largo plazo											
2005	709,1	293,0	176,2	22,5	184,9	32,5	710,7	294,9	172,1	22,4	188,7	32,6
2006	769,0	345,8	240,2	33,4	126,5	23,1	768,2	348,0	235,5	33,3	128,3	23,1
2006 I	213,6	100,5	45,8	1,8	58,4	7,0	172,2	70,0	65,9	7,0	23,3	6,0
II	223,7	87,3	61,5	16,3	49,7	8,9	164,9	85,1	48,9	9,7	12,8	8,5
III	120,8	61,8	35,0	2,6	21,5	-0,1	168,3	66,6	51,6	4,8	42,7	2,6
IV	210,8	96,1	97,9	12,7	-3,1	7,2	262,7	126,2	69,1	11,8	49,5	6,1
2006 Oct	86,5	37,6	41,2	4,2	2,7	0,9	102,4	35,7	44,6	2,6	19,5	0,0
Nov	108,4	45,7	29,8	2,6	24,2	6,0	101,4	52,2	24,2	2,5	18,5	4,1
Dic	15,9	12,8	26,9	5,9	-30,1	0,4	58,9	38,3	0,3	6,8	11,5	2,0
2007 Ene	58,5	34,9	4,2	-2,4	21,0	0,7	61,8	38,2	22,8	1,0	-0,2	0,0

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

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



Fuente: BCE.

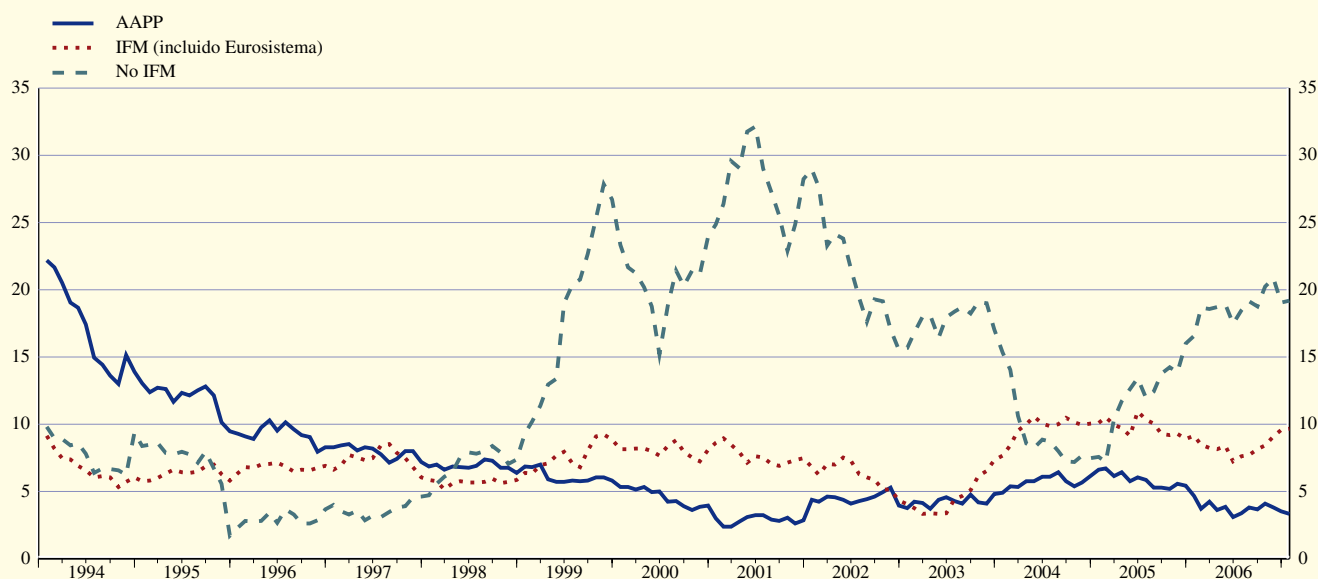
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2006 Ene	7,6	9,1	24,3	3,4	3,6	11,3	7,1	7,7	26,1	4,2	3,2	12,7
Feb	7,3	8,9	26,9	3,0	2,7	11,9	7,6	8,1	30,9	4,2	3,0	14,2
Mar	7,6	9,3	27,3	2,9	3,1	11,6	8,1	9,3	31,7	3,9	2,8	13,0
Abr	7,2	8,9	27,2	2,6	2,6	10,2	8,0	9,3	31,5	3,3	3,0	11,4
May	7,8	9,9	26,6	3,7	2,7	12,1	8,3	10,5	31,5	6,1	2,1	10,5
Jun	6,7	8,1	24,4	4,6	1,9	12,3	7,2	9,6	27,7	6,2	0,9	10,5
Jul	7,1	8,3	26,3	4,7	2,3	11,7	7,0	8,9	26,6	5,2	1,4	10,6
Ago	7,3	8,4	27,9	3,4	2,7	12,1	7,1	8,8	25,3	2,6	2,3	10,1
Sep	7,4	9,0	27,1	4,3	2,3	10,2	6,8	8,8	22,8	4,7	1,9	7,5
Oct	8,0	9,7	29,8	4,0	2,7	9,4	8,1	10,1	28,2	4,7	2,5	7,5
Nov	8,3	10,0	30,2	5,2	2,6	8,7	8,3	9,5	28,9	4,2	3,3	7,0
Dic	8,0	10,2	26,6	6,0	2,2	7,8	8,6	10,8	25,4	5,9	3,4	5,3
2007 Ene	8,0	10,5	26,7	5,3	2,0	7,3	8,9	12,3	26,7	5,4	2,6	4,0
A largo plazo												
2006 Ene	8,1	9,1	24,5	4,9	4,2	11,8	7,3	7,3	26,4	7,0	3,3	13,1
Feb	7,7	8,5	27,2	5,9	3,1	12,6	7,9	7,6	31,0	7,2	3,2	15,0
Mar	7,8	8,2	27,6	5,0	3,7	12,1	8,2	7,9	32,0	5,9	3,6	13,7
Abr	7,5	8,1	27,5	5,4	3,1	10,5	8,2	7,8	31,4	5,8	3,9	12,0
May	7,8	8,4	26,7	6,8	3,3	12,5	7,9	7,7	31,3	8,1	2,9	11,0
Jun	6,8	7,2	24,3	6,4	2,5	12,7	7,3	8,7	27,1	6,5	1,8	10,7
Jul	7,2	7,6	26,2	6,0	2,8	11,9	7,1	7,9	26,1	5,1	2,3	10,6
Ago	7,6	7,7	27,6	5,5	3,2	12,4	7,3	7,8	24,6	3,9	3,3	9,9
Sep	7,6	8,1	26,8	5,7	3,2	10,8	7,1	8,3	21,9	5,6	2,8	8,0
Oct	8,2	8,4	29,5	5,2	3,7	9,9	8,2	9,1	27,6	4,6	3,5	8,1
Nov	8,4	9,1	29,9	5,7	3,4	9,3	9,0	10,5	28,5	3,3	3,9	7,6
Dic	8,3	9,5	26,2	6,4	3,2	8,3	9,1	10,4	25,3	6,3	4,6	6,0
2007 Ene	8,2	9,7	26,5	6,3	3,0	7,5	9,3	11,4	26,8	7,5	3,8	4,5

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.

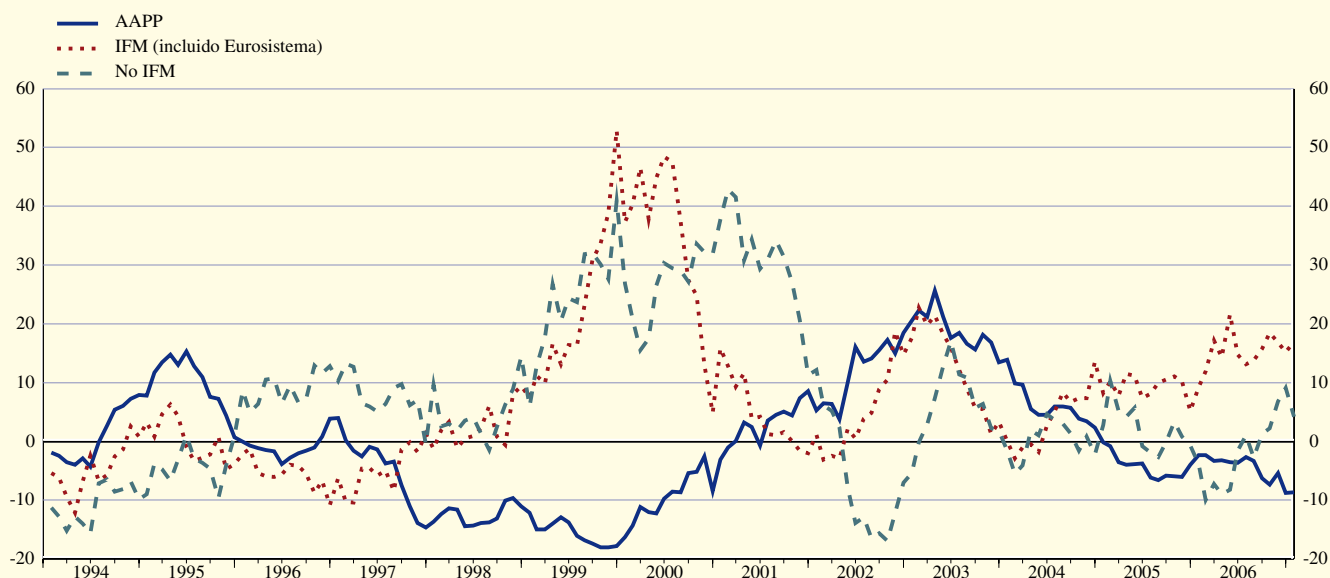
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	25	26	27	28
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,7	0,4	5,5	15,0	19,4	18,3	35,7	22,6	9,9	4,7
2006	4,6	4,7	13,8	1,1	3,2	13,4	16,6	11,7	42,4	27,4	5,2	4,0
2006 I	4,3	4,2	8,9	0,7	3,7	15,6	18,9	14,3	48,4	24,5	7,8	1,1
II	4,3	4,4	11,7	1,1	3,2	13,5	16,8	11,9	45,5	28,3	3,6	5,1
III	4,4	4,6	14,9	1,0	2,9	13,8	15,1	10,0	39,6	30,1	4,1	5,8
IV	5,1	5,4	19,5	1,8	3,3	11,1	15,8	11,0	37,9	26,8	5,5	4,1
2006 Ago	4,6	4,7	15,5	0,6	3,1	14,0	15,4	10,1	41,4	29,7	4,1	6,4
Sep	4,8	5,1	16,9	1,5	3,0	12,9	14,9	10,1	37,5	27,8	5,1	3,3
Oct	5,1	5,1	20,0	0,7	3,5	12,0	15,9	10,7	39,4	29,6	6,2	2,5
Nov	5,2	5,5	20,9	2,5	3,2	10,3	16,3	11,4	38,9	24,4	6,5	5,9
Dic	5,3	6,0	18,2	3,1	3,2	9,3	15,3	11,7	33,9	25,4	2,7	4,7
2007 Ene	5,3	5,7	18,8	4,1	3,3	8,4	15,0	12,1	33,8	21,3	0,2	4,2
En euros												
2005	4,3	0,9	9,1	-0,1	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	22,6	10,3	5,3
2006	3,9	3,1	11,3	0,3	3,3	13,6	15,5	10,1	38,9	30,4	5,4	3,1
2006 I	3,8	2,4	9,1	0,6	3,6	16,1	18,1	12,9	45,7	26,4	8,2	1,0
II	3,7	2,8	10,0	0,8	3,2	13,9	15,5	10,2	41,5	31,6	3,6	4,0
III	3,7	3,1	11,2	-0,2	3,1	13,7	13,6	8,1	35,1	33,9	4,1	4,4
IV	4,4	4,1	14,8	0,1	3,5	11,2	14,9	9,6	35,1	29,6	5,6	3,2
2006 Ago	3,8	3,2	11,3	-0,8	3,3	13,9	14,0	8,2	36,5	33,5	4,2	5,2
Sep	4,0	3,7	12,8	0,4	3,1	12,9	13,8	8,5	34,2	31,2	5,2	2,1
Oct	4,3	3,5	14,7	-1,1	3,7	12,0	15,1	9,2	36,9	32,9	6,3	1,7
Nov	4,5	4,4	15,9	0,6	3,3	10,4	15,6	10,1	36,3	26,9	6,6	4,9
Dic	4,7	5,0	14,6	1,1	3,6	9,5	14,1	10,3	30,4	27,4	2,8	3,7
2007 Ene	4,8	5,1	15,0	2,1	3,6	8,4	13,6	10,5	30,4	22,5	0,2	3,5

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

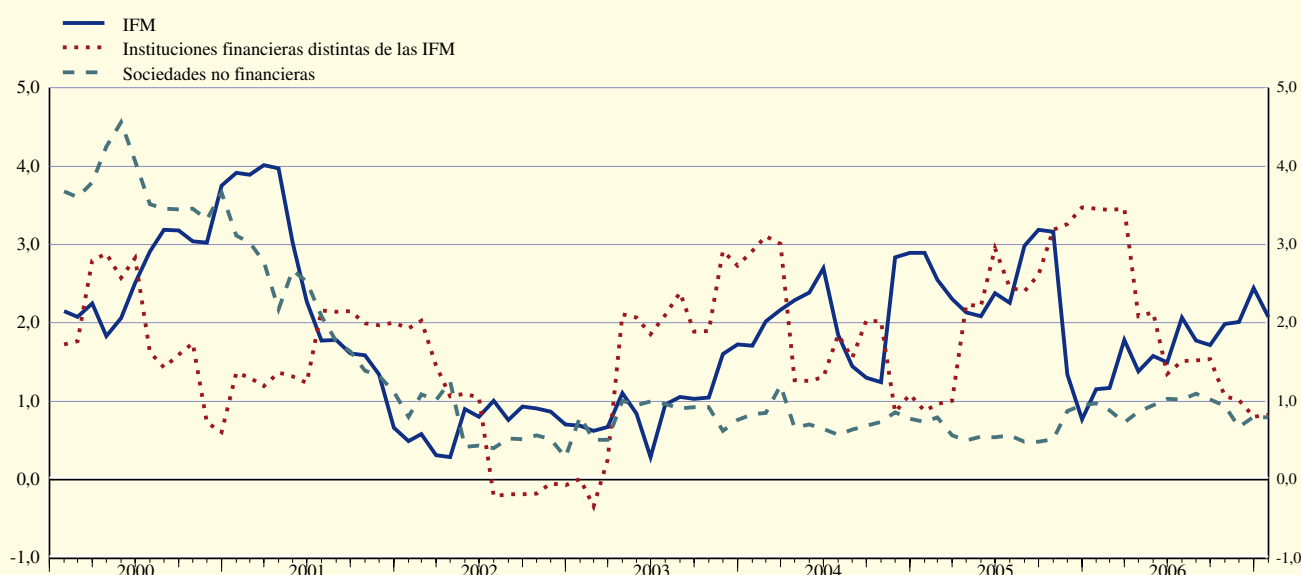
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Ene	4.146,8	102,6	1,1	662,8	2,9	415,7	0,9	3.068,3	0,7
Feb	4.263,1	102,6	1,1	681,4	2,6	435,5	1,0	3.146,1	0,8
Mar	4.250,5	102,7	0,9	677,8	2,3	425,4	1,0	3.147,3	0,6
Abr	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
May	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
Jun	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
Jul	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
Ago	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
Sep	4.834,1	103,3	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.661,4	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.138,7	0,9
May	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
Oct	5.868,9	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.238,9	0,9
Nov	5.922,4	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,3	0,7
Dic	6.139,2	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,8	0,8
2007 Ene	6.310,8	104,9	1,0	1.111,3	2,1	639,1	0,8	4.560,3	0,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

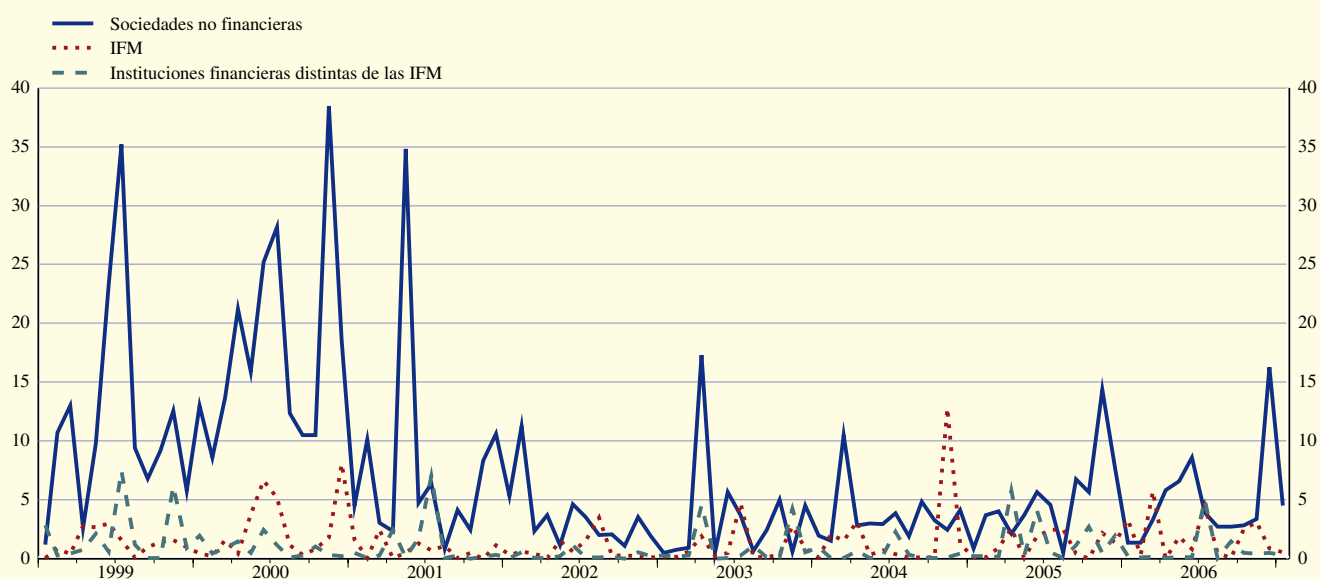
(mm de euros; valores de mercado)

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
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	3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,8	0,8
Jun	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
Jul	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
Ago	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
Oct	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
Mar	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
Abr	5,8	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,6	2,2	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
Jun	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 Ene	5,3	3,9	1,4	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,5	3,8	0,7

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 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	2,99	3,45	3,82	2,96
Oct	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,52	3,47	4,98	3,88	3,41
2007 Ene	0,99	3,33	3,48	2,98	2,39	2,98	1,60	3,49	3,90	4,09	3,46

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 ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	4,65	5,26	4,94
Sep	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
Oct	10,04	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80
Nov	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,25	4,90
Dic	10,03	7,56	6,08	7,97	7,73	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,23	4,82
2007 Ene	10,19	7,63	6,70	8,37	8,26	4,67	4,59	4,59	4,50	4,84	5,13	5,40	4,92

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2006 Feb	5,29	4,13	4,69	4,16	3,26	4,36	4,02
Mar	5,30	4,23	4,59	4,16	3,50	3,83	4,18
Abr	5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
May	5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
Jun	5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
Jul	5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
Ago	5,56	4,70	5,09	4,60	3,97	4,33	4,49
Sep	5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47
Oct	5,76	4,91	5,16	4,57	4,24	4,37	4,45
Nov	5,82	5,00	5,24	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic	5,83	5,08	5,23	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene	5,89	5,15	5,28	4,63	4,42	4,66	4,64

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 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.
- 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, avals, 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)

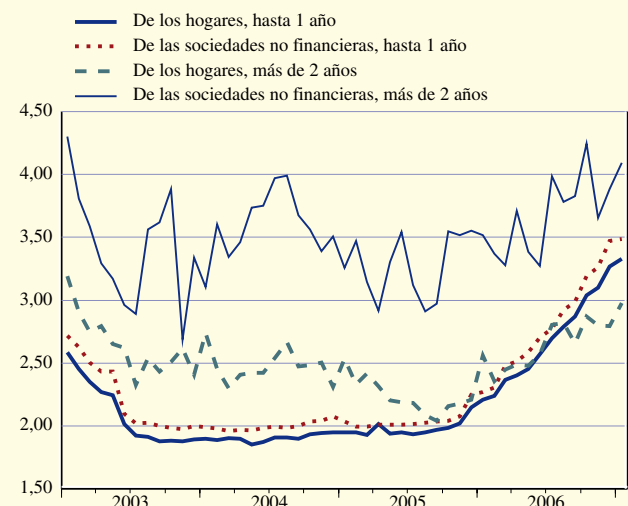
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Feb	0,74	2,09	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	3,69	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,52	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,99	2,99	3,06	2,39	2,98	1,60	3,46	3,91	3,36

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 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	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,00	4,35	4,70	8,42	6,83	5,94	5,24	4,66	4,68
2007 Ene	5,04	4,37	4,72	8,58	6,84	5,95	5,31	4,76	4,77

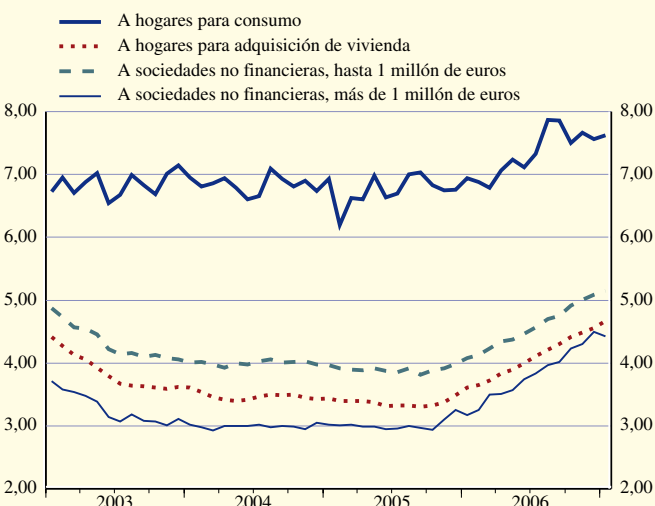
C21 Nuevos depósitos a plazo

(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.

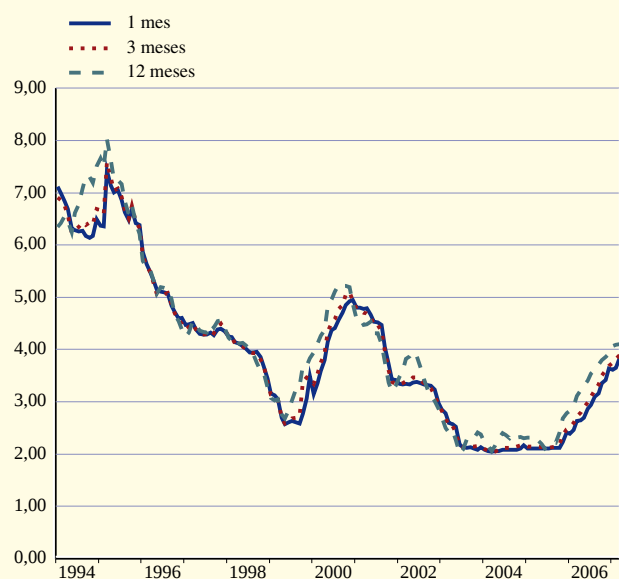
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
II	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
III	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2006 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
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71

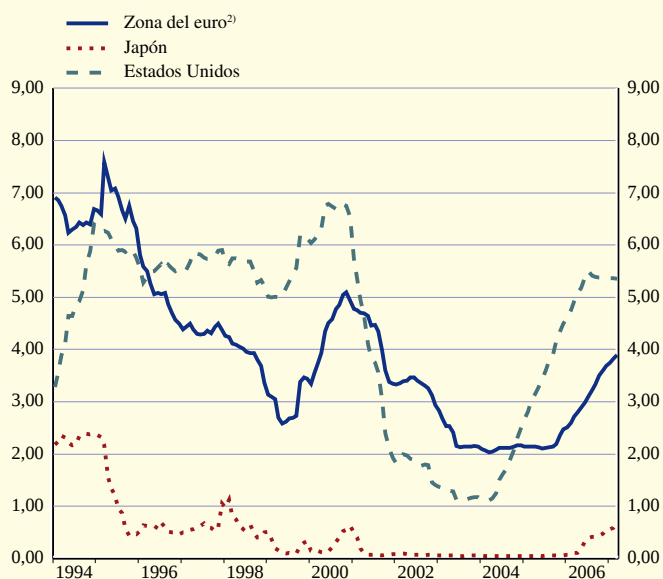
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro ²⁾

(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.

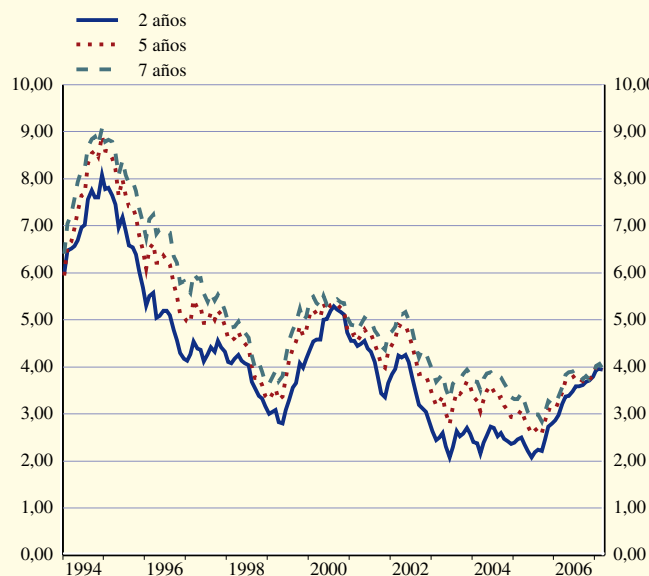
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
II	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
III	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
2006 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
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62

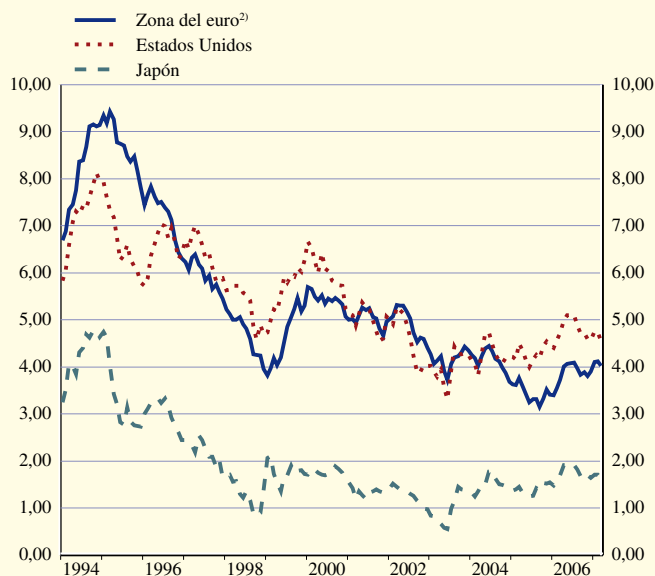
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(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.

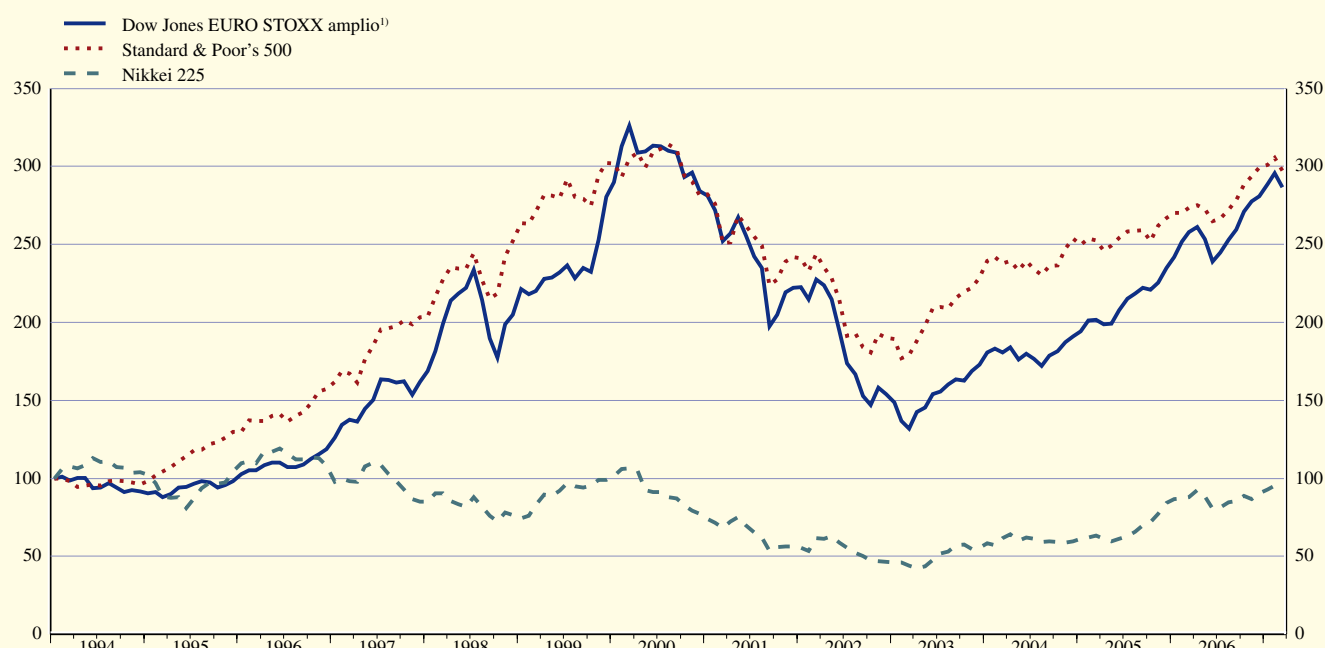
4.8 Índices bursátiles

(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	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
II	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
III	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2006 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
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0

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	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	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	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4
II	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,5	0,6	0,3	3,9	0,5
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6
2006 Oct	102,6	1,6	1,6	1,3	2,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-1,8	0,2
Nov	102,6	1,9	1,6	1,7	2,1	0,1	0,1	0,5	0,1	-0,5	0,2
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	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3
Feb	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3
Mar 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	Alquileres					
% del total ²⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	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 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
2007 Ene	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
Feb	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,7	2,8	2,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En el año 2007.

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					
% 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	3,7	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	.	.	19,7	24,8	52,9
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,8	2,6	-	36,4	23,6	52,3
II	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,5	7,0 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	-	13,4	26,6	55,7
IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	.	.	3,9	23,0	47,3
2007 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-5,5	15,7	44,8
2006 Oct	116,6	4,0	2,5	3,6	6,3	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	116,6	4,1	2,9	3,4	6,1	1,8	1,5	1,7	1,4	6,2	-	-	3,2	17,7	47,4
2007 Ene	116,8	3,1	2,4	3,5	6,1	2,0	1,5	1,9	1,4	1,5	-	-	-9,6	15,6	42,2
Feb	117,2	2,9	2,5	3,4	5,9	2,1	1,6	2,0	1,5	1,0	-	-	-4,6	13,9	44,9
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-2,3	17,6	47,3

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,3	2,8	2,7	2,0	2,1
2005	116,2	2,4	2,6	1,9	2,5	2,2	2,4	2,1
2006	119,1	2,5	2,8	1,9	2,8	2,2	2,4	2,2
2005 IV	117,3	2,4	2,6	1,4	2,5	2,5	2,3	2,0
2006 I	118,0	2,5	2,9	1,2	2,7	2,4	2,4	2,1
II	118,7	2,6	2,9	2,0	3,2	1,7	2,4	2,4
III	119,5	2,5	2,7	2,2	3,1	1,9	2,2	2,0
IV	120,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2003	106,5	1,8	6,2	0,4	3,3	2,2	1,3	2,8
2004	107,6	1,1	-9,3	-0,1	3,1	-0,3	2,6	2,6
2005	108,6	0,9	8,7	-1,2	3,5	0,2	2,0	1,8
2006	109,5	0,8	3,9	-2,0	1,3	0,0	2,7	2,4
2005 IV	109,2	0,9	10,2	-2,1	2,4	0,0	2,2	2,7
2006 I	109,4	1,0	5,7	-1,7	1,8	0,0	2,9	2,4
II	109,7	1,0	4,4	-1,9	0,2	0,3	2,1	3,4
III	109,6	1,1	4,3	-2,0	1,1	-0,1	3,3	2,8
IV	109,2	0,0	1,3	-2,4	2,1	-0,1	2,4	0,9
Remuneración por asalariado								
2003	107,4	2,1	2,6	2,2	2,8	1,9	2,3	2,0
2004	109,7	2,1	2,5	2,5	2,4	1,2	2,0	2,5
2005	111,5	1,6	3,1	1,5	1,9	1,4	2,1	1,6
2006	113,9	2,2	2,8	2,5	2,5	2,0	1,7	2,2
2005 IV	112,5	2,1	3,2	1,7	1,9	1,5	1,8	3,0
2006 I	113,1	2,2	1,9	2,6	2,3	1,9	1,7	2,2
II	113,9	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	1,2	3,2
III	114,1	2,3	3,6	2,6	2,2	1,8	1,9	2,7
IV	114,5	1,8	3,3	2,2	3,4	2,1	2,0	0,7
Productividad del trabajo ²⁾								
2003	100,9	0,3	-3,3	1,8	-0,5	-0,2	1,0	-0,8
2004	101,9	1,0	13,0	2,6	-0,6	1,5	-0,5	0,0
2005	102,6	0,7	-5,1	2,8	-1,7	1,1	0,1	-0,2
2006	104,0	1,4	-1,1	4,6	1,2	2,0	-1,0	-0,2
2005 IV	103,0	1,1	-6,3	3,9	-0,5	1,5	-0,4	0,3
2006 I	103,3	1,2	-3,5	4,4	0,5	1,9	-1,2	-0,2
II	103,8	1,4	-2,0	4,5	1,8	1,9	-0,9	-0,1
III	104,2	1,2	-0,7	4,7	1,1	1,9	-1,4	-0,2
IV	104,8	1,8	2,0	4,7	1,2	2,1	-0,4	-0,3

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2003	7.461,9	7.305,2	4.278,3	1.526,7	1.499,2	1,0	156,7	2.624,5	2.467,8
2004	7.738,8	7.576,5	4.426,6	1.580,9	1.562,4	6,6	162,3	2.823,6	2.661,3
2005	8.001,5	7.883,4	4.584,2	1.639,9	1.641,1	18,1	118,0	3.025,7	2.907,6
2006	8.374,6	8.276,6	4.763,4	1.704,0	1.769,3	39,9	98,0	3.366,2	3.268,1
2005 IV	2.031,5	2.008,0	1.162,1	418,3	419,0	8,6	23,6	784,4	760,9
2006 I	2.052,1	2.034,8	1.174,9	421,1	426,9	11,9	17,3	812,1	794,8
II	2.082,5	2.063,8	1.185,4	425,9	440,0	12,7	18,7	826,8	808,0
III	2.106,3	2.086,7	1.198,1	427,0	446,7	14,9	19,6	848,0	828,5
IV	2.133,7	2.091,2	1.205,1	430,0	455,7	0,4	42,4	879,2	836,8
en porcentaje del PIB									
2006	100,0	98,8	56,9	20,3	21,1	0,5	1,2	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2005 IV	0,4	0,7	0,2	0,1	0,5	-	-	0,8	1,7
2006 I	0,8	0,5	0,5	1,3	1,1	-	-	3,2	2,4
II	1,0	1,0	0,4	0,0	2,2	-	-	1,0	0,9
III	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	-	-	1,9	2,2
IV	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,6	1,7
tasas de variación interanual									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,2	-	-	6,9	6,7
2005	1,4	1,7	1,4	1,4	2,5	-	-	4,2	5,2
2006	2,7	2,4	1,7	2,2	4,7	-	-	8,3	7,8
2005 IV	1,8	2,0	1,3	1,6	3,5	-	-	4,9	5,6
2006 I	2,2	2,2	1,8	2,5	4,1	-	-	8,8	9,1
II	2,8	2,6	1,8	1,9	5,3	-	-	7,9	7,4
III	2,8	2,9	1,8	2,0	4,7	-	-	7,1	7,5
IV	3,3	2,3	2,0	2,4	5,8	-	-	10,0	7,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2005 IV	0,4	0,7	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-	-
2006 I	0,8	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,3	-	-
II	1,0	0,9	0,2	0,0	0,4	0,3	0,0	-	-
III	0,6	0,7	0,4	0,1	0,2	0,0	-0,1	-	-
IV	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,5	0,8	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,4	1,6	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,4	1,0	0,4	1,0	0,0	0,3	-	-
2005 IV	1,8	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,1	-	-
2006 I	2,2	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,0	-	-
II	2,8	2,5	1,0	0,4	1,1	0,0	0,3	-	-
III	2,8	2,8	1,0	0,4	1,0	0,4	0,0	-	-
IV	3,3	2,3	1,2	0,5	1,2	-0,6	1,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 1 de la sección 7.3.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2003	6.704,0	152,1	1.385,5	390,2	1.423,4	1.824,9	1.528,0	757,9
2004	6.946,1	157,3	1.418,2	413,6	1.476,0	1.898,5	1.582,4	792,7
2005	7.166,3	143,4	1.454,3	436,7	1.519,5	1.977,0	1.635,5	835,1
2006	7.479,8	147,1	1.520,5	478,7	1.572,5	2.075,2	1.685,8	894,8
2005 IV	1.816,0	36,2	367,0	113,0	382,1	501,7	416,0	215,5
2006 I	1.833,0	35,5	373,0	114,7	385,5	508,3	416,0	219,2
II	1.860,6	36,4	377,6	118,1	391,0	515,5	422,1	221,9
III	1.884,1	37,2	383,8	121,5	396,3	522,7	422,7	222,2
IV	1.902,1	38,1	386,1	124,5	399,7	528,8	425,1	231,5
en porcentaje del valor añadido								
2006	100,0	2,0	20,3	6,4	21,0	27,7	22,5	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2005 IV	0,4	0,2	0,6	0,9	0,5	0,1	0,2	0,3
2006 I	0,8	-2,1	1,6	-0,1	0,8	0,9	0,4	1,2
II	1,1	0,6	1,4	2,4	1,3	1,0	0,3	0,2
III	0,6	-0,1	1,1	1,0	0,6	0,4	0,2	0,6
IV	0,7	2,2	0,5	1,5	0,8	0,8	0,4	2,6
tasas de variación interanual								
2003	0,7	-5,9	0,3	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,6	1,9	1,1	2,8	1,7	1,2	1,5
2005	1,4	-6,3	1,2	0,9	1,7	2,2	1,1	1,4
2006	2,6	-1,3	4,0	3,9	3,0	2,4	1,1	3,4
2005 IV	1,8	-7,3	2,7	2,1	2,0	2,1	1,1	2,2
2006 I	2,1	-3,0	3,8	2,8	2,6	1,7	1,0	3,1
II	2,8	-0,8	4,4	3,8	3,3	2,6	1,2	3,2
III	2,8	-1,3	4,7	4,2	3,2	2,5	1,2	2,5
IV	3,2	0,7	4,6	4,8	3,6	3,2	1,3	4,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2005 IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
II	1,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,1	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,2	-
2006	2,8	0,2	0,8	0,2	0,6	0,7	0,3	-
2005 IV	1,8	-0,2	0,5	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006 I	2,1	-0,1	0,8	0,2	0,5	0,5	0,2	-
II	2,8	0,0	0,9	0,2	0,7	0,7	0,3	-
III	2,8	0,0	0,9	0,3	0,7	0,7	0,3	-
IV	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción	
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero			No duradero
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	2,1	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	0,7	1,2	-0,2
2006	3,7	107,7	3,8	4,2	4,2	4,9	5,5	2,4	4,2	1,9	0,7	4,4
2006 I	3,8	106,1	3,4	3,6	3,5	3,0	5,0	2,2	2,4	2,2	3,8	2,1
II	3,1	107,4	4,2	4,3	4,6	5,8	5,3	2,6	3,7	2,4	0,9	3,8
III	4,2	108,4	4,1	4,4	4,3	5,8	5,5	1,6	5,0	1,0	1,5	4,6
IV	3,8	108,9	3,6	4,5	4,4	5,2	6,2	3,0	5,6	1,9	-3,2	6,7
2006 Ago	5,3	109,3	5,5	6,0	5,8	7,9	7,6	2,3	9,0	1,5	2,4	4,0
Sep	3,6	108,3	3,4	3,7	3,6	4,6	5,2	1,4	4,5	0,8	-0,3	4,0
Oct	3,9	108,3	3,8	4,3	4,4	5,3	5,4	3,0	4,9	1,9	-1,6	5,3
Nov	3,5	108,6	2,7	3,7	3,5	3,4	6,1	2,5	5,4	1,2	-3,6	6,4
Dic	4,1	109,9	4,4	5,5	5,5	7,2	7,2	3,7	6,6	2,7	-4,1	8,8
2007 Ene	4,1	109,6	3,6	5,6	5,8	5,7	7,2	3,5	4,0	3,5	-6,7	11,3
	tasas de variación intermensual (d.)											
2006 Ago	1,3	-	1,6	2,0	2,0	2,9	2,1	1,4	4,3	0,9	-1,8	0,0
Sep	-0,7	-	-0,9	-1,1	-1,0	-2,1	-0,5	-0,7	-3,2	-0,2	-1,4	0,8
Oct	-0,1	-	0,0	0,1	0,2	0,5	-0,3	0,5	0,2	0,3	-2,1	0,9
Nov	0,6	-	0,3	0,6	0,4	0,1	1,4	0,1	1,4	-0,1	0,7	0,8
Dic	0,9	-	1,2	1,2	1,4	2,1	0,7	1,0	0,8	1,2	1,7	0,8
2007 Ene	0,1	-	-0,3	0,2	0,2	-0,5	0,7	-0,3	-1,4	0,1	-3,0	0,8

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios					
								Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar				
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,4	106,2	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	111,0	4,6	110,7	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,2	9,2	118,9	7,3	3,2	108,8	1,9	0,7	2,6	2,2	4,7	962	2,1
2006 I	117,3	12,1	115,5	9,1	2,4	107,9	1,2	0,7	1,4	1,1	2,5	963	2,6
II	119,4	8,0	118,3	6,4	3,6	108,5	2,2	1,2	2,6	2,2	4,0	966	2,5
III	123,0	10,2	119,8	6,5	3,6	109,1	2,1	1,3	2,5	2,8	4,9	936	-1,8
IV	125,1	6,6	121,9	7,6	3,2	109,6	2,2	-0,2	3,6	2,7	7,0	982	5,1
2006 Sep	123,3	7,5	119,9	3,7	2,8	108,9	1,5	0,9	1,9	0,1	5,3	964	1,0
Oct	123,7	12,9	119,8	10,9	2,3	109,0	1,4	-0,9	2,6	1,1	5,4	948	-0,5
Nov	124,6	5,9	122,3	8,0	3,2	109,6	2,1	-0,1	3,5	2,9	7,2	972	4,4
Dic	126,9	1,8	123,5	3,9	4,0	110,1	3,0	0,3	4,5	3,9	8,0	1.026	13,1
2007 Ene	126,6	12,1	123,5	10,2	2,2	109,2	1,1	-0,4	1,9	2,2	4,4	938	-2,9
Feb	.	.	.	.	2,2	109,6	1,2	-0,5	2,4	.	.	934	-3,7
	tasas de variación intermensual (d.)												
2006 Sep	-	-0,9	-	-0,7	-0,8	-	-0,5	0,2	-0,9	-4,2	-0,9	-	3,0
Oct	-	0,3	-	-0,1	0,2	-	0,1	-0,3	0,3	1,0	0,3	-	-1,7
Nov	-	0,7	-	2,2	0,7	-	0,5	0,1	0,8	1,5	1,2	-	2,5
Dic	-	1,8	-	0,9	0,5	-	0,5	0,3	0,5	0,5	1,2	-	5,6
2007 Ene	-	-0,2	-	0,0	-0,8	-	-0,8	-0,4	-1,0	-0,6	-2,0	-	-8,5
Feb	-	.	-	.	0,5	-	0,3	0,3	0,5	.	.	-	-0,5

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
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	.	-5	-2	-5	6	-8
2006 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
Feb	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
Mar	111,2	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003	-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006 I	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
II	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
III	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
2006 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	2	16	11	20	16	19	23
Feb	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
Mar	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,4	7,6	24,9	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	135,465	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,6	1,8
2004	136,451	0,7	0,7	0,9	-1,2	-1,3	1,5	1,0	2,1	1,2
2005	137,532	0,8	1,0	-0,1	-1,4	-1,2	2,7	0,7	2,1	1,3
2006	139,456	1,4	1,5	1,0	0,0	-0,2	2,7	1,2	3,5	1,4
2005 IV	137,994	0,7	1,0	-1,0	-1,0	-1,1	2,4	0,5	2,5	0,8
2006 I	138,664	1,0	1,1	0,6	0,2	-0,6	2,0	0,8	2,8	1,2
II	139,339	1,5	1,5	1,3	1,2	-0,1	1,9	1,5	3,4	1,3
III	139,697	1,5	1,6	0,8	-0,6	0,1	2,8	1,2	3,8	1,3
IV	140,124	1,6	1,7	1,0	-1,0	-0,3	4,0	1,4	3,9	1,6
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2005 IV	0,406	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	1,0	0,3	1,1	-0,1
2006 I	0,670	0,5	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,7
II	0,675	0,5	0,5	0,6	0,8	0,2	0,7	0,5	0,9	0,4
III	0,358	0,3	0,4	-0,4	-1,8	0,0	0,8	0,0	1,0	0,4
IV	0,426	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,2	1,5	0,4	0,7	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,4		24,6		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,521	8,7	9,332	7,4	3,189	17,8	5,978	7,3	6,543	10,4
2004	12,876	8,8	9,657	7,5	3,219	18,2	6,190	7,5	6,685	10,4
2005	12,660	8,6	9,570	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,521	10,0
2006	11,730	7,9	8,838	6,7	2,891	16,8	5,621	6,8	6,108	9,3
2005 IV	12,412	8,4	9,386	7,2	3,026	17,4	5,951	7,2	6,461	9,9
2006 I	12,213	8,2	9,196	7,0	3,018	17,4	5,840	7,0	6,373	9,7
II	11,746	7,9	8,890	6,8	2,856	16,6	5,691	6,8	6,055	9,3
III	11,580	7,8	8,710	6,6	2,870	16,7	5,532	6,6	6,048	9,2
IV	11,371	7,6	8,520	6,4	2,851	16,6	5,363	6,4	6,008	9,1
2006 Sep	11,523	7,7	8,657	6,6	2,865	16,6	5,463	6,6	6,060	9,2
Oct	11,493	7,7	8,614	6,5	2,879	16,7	5,412	6,5	6,081	9,2
Nov	11,368	7,6	8,528	6,5	2,840	16,5	5,361	6,4	6,007	9,1
Dic	11,251	7,5	8,419	6,4	2,832	16,5	5,315	6,4	5,936	9,0
2007 Ene	11,104	7,4	8,267	6,3	2,836	16,5	5,226	6,3	5,877	8,9
Feb	10,975	7,3	8,145	6,2	2,830	16,4	5,137	6,2	5,838	8,9

Fuente: 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	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	EmpleadosAsalariados		Ventas	Impuest. sobre el capital			
		Hogares	Empresas											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	47,0	46,5	11,9	8,7	2,9	13,3	0,7	17,1	8,5	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,5	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,8	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,9	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,4	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,8	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,2	44,7	11,7	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

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

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	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

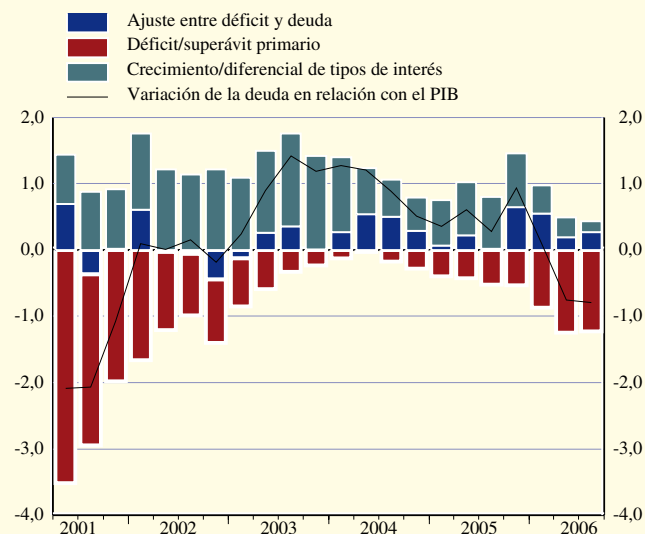
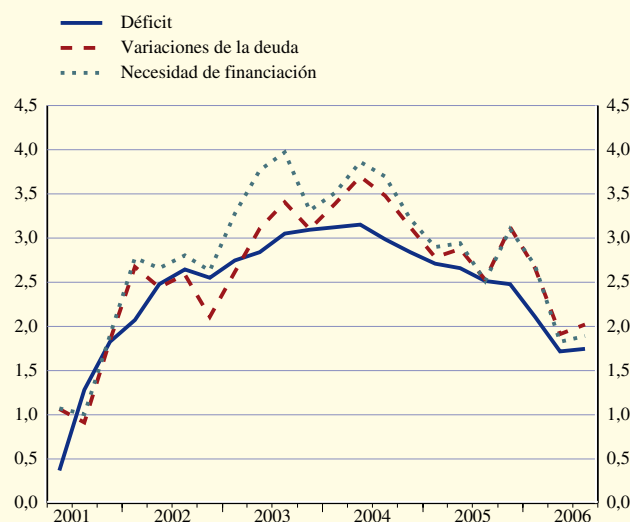
	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	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
2004	54,7	102,5	31,5	-20,3	-58,9	16,5	71,2	-19,9	-64,0	66,9	-6,6	-28,6	12,4	-51,3
2005	-8,9	47,1	36,8	-22,7	-70,3	11,8	2,9	38,3	-202,4	155,5	-10,7	77,8	18,0	-41,2
2006	-18,0	27,5	37,2	-8,3	-74,4	10,6	-7,4	107,4	-145,9	251,0	-5,7	11,6	-3,7	-99,9
2005 IV	-8,6	3,4	11,2	-6,5	-16,7	4,5	-4,1	-42,3	-36,4	-50,1	-6,2	42,1	8,3	46,4
2006 I	-13,0	-3,0	5,0	1,3	-16,3	2,0	-11,0	66,3	-31,6	22,6	-8,5	77,7	6,1	-55,3
II	-10,5	6,3	12,2	-13,2	-15,7	1,2	-9,2	48,8	-16,4	96,4	-2,8	-27,1	-1,4	-39,6
III	-4,9	7,7	10,9	-0,7	-22,9	1,9	-3,1	52,9	-41,2	28,5	7,7	61,2	-3,2	-49,9
IV	10,4	16,5	9,1	4,4	-19,6	5,5	15,9	-60,6	-56,7	103,5	-2,0	-100,2	-5,2	44,8
2006 Ene	-10,1	-6,3	1,0	0,0	-4,7	0,8	-9,3	-2,7	-2,8	-36,5	-2,9	41,9	-2,3	12,0
Feb	-0,7	0,4	2,4	0,8	-4,3	1,0	0,3	19,3	-29,1	21,3	-3,3	28,5	1,9	-19,6
Mar	-2,2	2,9	1,6	0,6	-7,2	0,2	-2,0	49,7	0,3	37,9	-2,3	7,3	6,5	-47,7
Abr	-7,2	0,7	3,2	-5,0	-6,2	0,3	-7,0	17,3	1,8	-7,3	-6,5	30,4	-1,1	-10,3
May	-11,5	0,4	4,0	-10,5	-5,4	0,3	-11,3	32,0	-3,4	40,2	1,8	-4,9	-1,7	-20,7
Jun	8,3	5,1	5,0	2,2	-4,0	0,7	9,0	-0,5	-14,7	63,5	1,8	-52,5	1,4	-8,5
Jul	0,0	4,5	5,0	-1,7	-7,9	0,7	0,7	6,4	-9,3	0,0	3,3	13,8	-1,3	-7,1
Ago	-6,4	-2,4	1,4	1,5	-6,8	1,0	-5,3	1,9	-4,7	-15,9	-2,5	25,8	-0,8	3,5
Sep	1,4	5,6	4,6	-0,5	-8,2	0,1	1,6	44,7	-27,1	44,4	6,9	21,5	-1,1	-46,2
Oct	1,5	5,7	4,0	-0,4	-7,7	0,4	2,0	-4,4	-15,3	22,4	6,9	-18,4	0,1	2,5
Nov	4,3	7,5	2,3	1,8	-7,3	1,0	5,3	-19,0	-13,1	45,3	-4,1	-46,2	-0,8	13,6
Dic	4,5	3,3	2,8	3,0	-4,5	4,0	8,6	-37,3	-28,3	35,8	-4,8	-35,6	-4,4	28,7
2007 Ene	-6,0	-3,7	-0,1	-1,0	-1,2	2,5	-3,5	53,2	-5,0	39,0	-5,2	27,4	-3,1	-49,7
operaciones acumuladas de 12 meses														
2007 Ene	-13,9	30,1	36,1	-9,2	-70,9	12,4	-1,6	163,2	-148,0	326,5	-8,0	-2,9	-4,4	-161,7

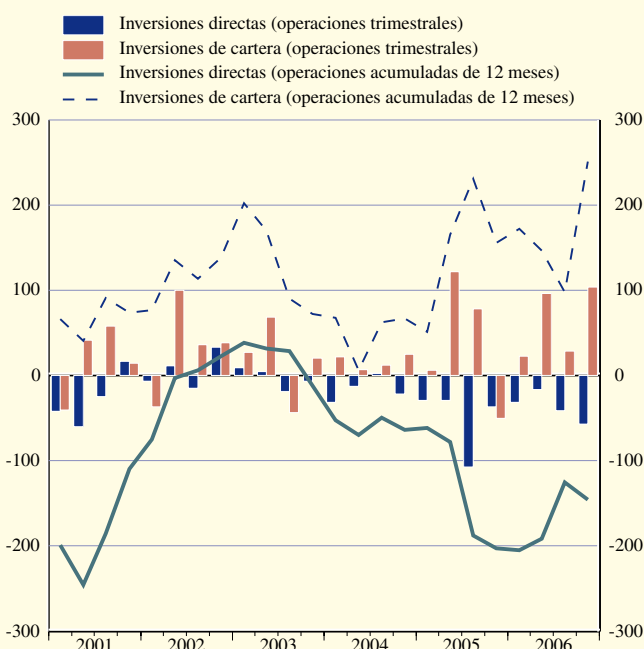
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

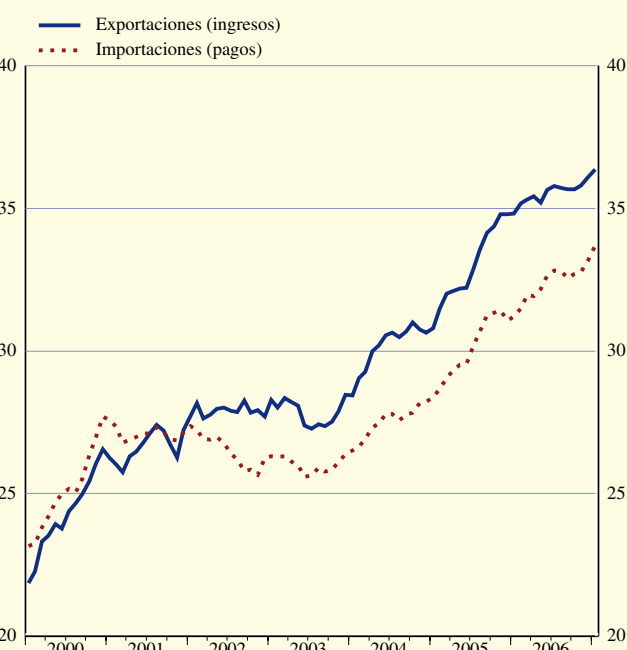
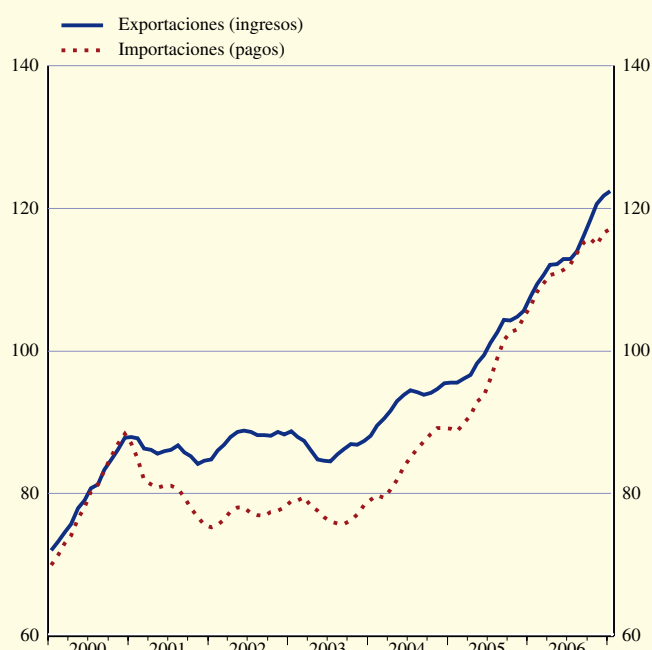
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	1.855,5	1.800,8	54,7	1.128,5	1.026,1	365,0	333,5	280,2	300,6	81,7	140,6	24,5	8,0
2005	2.044,3	2.053,2	-8,9	1.220,1	1.172,9	400,5	363,7	338,4	361,0	85,3	155,5	23,7	11,9
2006	2.312,2	2.330,3	-18,0	1.383,3	1.355,8	427,8	390,6	418,4	426,6	82,8	157,2	22,7	12,1
2005 IV	553,9	562,4	-8,6	326,6	323,3	106,1	94,8	98,6	105,1	22,6	39,3	8,3	3,8
2006 I	541,2	554,2	-13,0	328,7	331,7	96,6	91,6	86,2	84,9	29,6	45,9	5,9	3,9
II	578,9	589,3	-10,5	341,2	334,9	107,0	94,8	113,3	126,5	17,4	33,1	4,4	3,2
III	570,4	575,3	-4,9	339,9	332,2	114,5	103,6	100,5	101,2	15,4	38,3	4,4	2,5
IV	621,8	611,5	10,4	373,5	357,0	109,6	100,6	118,3	113,9	20,3	39,9	8,0	2,6
2006 Nov	206,2	201,9	4,3	129,0	121,5	34,5	32,2	37,5	35,6	5,2	12,6	1,8	0,8
Dic	212,0	207,5	4,5	117,0	113,7	37,7	34,9	47,2	44,2	10,1	14,7	5,0	1,0
2007 Ene	192,7	198,7	-6,0	114,0	117,7	33,3	33,5	36,0	37,0	9,4	10,6	3,5	1,0
datos desestacionalizados													
2005 IV	535,6	548,9	-13,3	317,0	314,1	104,4	93,2	93,5	101,9	20,8	39,6	.	.
2006 I	557,6	566,3	-8,7	332,0	328,4	105,9	95,9	91,6	98,6	28,0	43,4	.	.
II	572,1	576,6	-4,4	338,6	334,0	106,9	97,9	105,4	108,7	21,2	35,9	.	.
III	582,7	591,5	-8,8	348,7	345,6	107,0	97,6	106,8	107,9	20,2	40,3	.	.
IV	605,8	599,9	5,9	365,2	349,6	108,3	99,5	113,1	109,9	19,2	40,9	.	.
2006 May	193,7	201,5	-7,7	111,9	111,4	35,8	33,0	38,7	44,5	7,3	12,6	.	.
Jun	194,0	190,2	3,8	113,8	111,2	36,0	33,2	36,8	35,3	7,4	10,5	.	.
Jul	189,8	193,6	-3,8	112,9	113,8	35,5	32,2	35,1	34,2	6,1	13,4	.	.
Ago	193,1	200,0	-7,0	115,0	116,2	35,6	33,0	35,1	37,2	7,4	13,6	.	.
Sep	199,9	197,9	2,0	120,8	115,6	35,9	32,4	36,6	36,5	6,7	13,3	.	.
Oct	198,2	196,2	2,0	119,2	115,3	35,5	32,7	36,1	33,6	7,3	14,5	.	.
Nov	198,8	196,9	1,9	121,9	113,7	36,0	33,1	35,7	36,5	5,2	13,6	.	.
Dic	208,8	206,8	2,0	124,0	120,6	36,8	33,6	41,2	39,8	6,7	12,7	.	.
2007 Ene	202,3	199,6	2,7	121,2	117,0	36,3	34,3	40,6	41,1	4,2	7,1	.	.

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	227,2	273,3	64,5	57,8	10,3	10,8	18,7	52,9	65,5	79,3	68,2	72,6
2004	15,4	7,9	264,8	292,6	94,4	74,4	13,4	12,9	24,5	56,0	67,5	77,4	65,0	72,0
2005	15,7	9,5	322,7	351,6	112,5	89,5	13,8	13,8	31,2	71,4	78,9	79,8	86,3	97,1
2005 III	3,9	2,9	80,2	85,5	27,8	26,1	3,1	3,0	7,5	15,8	20,6	17,0	21,2	23,6
IV	4,0	2,5	94,5	102,6	36,3	33,4	4,1	4,2	7,3	14,0	21,3	22,5	25,5	28,5
2006 I	4,0	2,1	82,2	82,9	19,7	12,2	4,2	3,5	8,2	16,1	23,5	21,2	26,6	29,9
II	4,0	2,5	109,3	124,0	36,3	18,9	4,5	4,2	13,2	42,9	24,6	21,8	30,7	36,1
III	4,0	3,0	96,5	98,2	24,5	15,4	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
2004	-154,5	-164,5	-21,3	-143,2	10,0	0,1	10,0	90,6	94,0	1,5	92,5	-3,4	0,5	-4,0
2005	-294,0	-234,6	-12,1	-222,5	-59,5	-0,2	-59,3	91,7	59,9	0,6	59,3	31,8	-0,3	32,1
2006	-297,9	-243,5	-34,1	-209,4	-54,4	-1,7	-52,8	152,0	119,6	3,8	115,8	32,4	-0,2	32,7
2005 IV	-72,6	-58,3	-0,4	-57,9	-14,4	0,1	-14,4	36,2	26,9	-1,5	28,4	9,3	-0,4	9,8
2006 I	-50,6	-41,7	-1,7	-39,9	-9,0	0,2	-9,2	19,0	14,8	0,7	14,0	4,2	-0,3	4,6
II	-109,1	-88,2	-6,2	-82,0	-21,0	-1,0	-20,0	92,8	79,4	0,5	78,9	13,3	1,0	12,4
III	-69,0	-60,3	-10,4	-49,9	-8,7	-0,1	-8,6	27,8	25,3	1,2	24,1	2,5	-0,3	2,8
IV	-69,2	-53,3	-15,8	-37,6	-15,9	-0,8	-15,0	12,4	0,1	1,3	-1,2	12,3	-0,6	12,9
2006 Ene	-6,6	4,4	-0,6	4,9	-11,0	-0,1	-10,9	3,8	6,2	0,2	6,0	-2,5	0,1	-2,5
Feb	-39,4	-33,8	-1,5	-32,3	-5,6	0,1	-5,6	10,3	12,0	0,4	11,6	-1,7	0,1	-1,8
Mar	-4,7	-12,2	0,4	-12,6	7,6	0,2	7,3	4,9	-3,4	0,2	-3,6	8,4	-0,5	8,9
Abr	-82,9	-59,1	-1,8	-57,3	-23,7	-0,5	-23,3	84,7	70,9	0,0	70,8	13,8	0,2	13,6
May	-14,3	-19,0	-3,2	-15,8	4,6	-0,3	4,9	10,9	8,7	0,4	8,3	2,2	0,4	1,9
Jun	-11,9	-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	7,1	5,4	0,4	5,1	1,6	-0,1	1,8
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	-47,7	-39,2	-5,3	-33,9	-8,6	0,0	-8,6	20,6	14,1	0,4	13,7	6,5	-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	-12,3	-14,2	-1,7	-12,5	2,0	-0,2	2,2	-0,9	-5,0	0,1	-5,1	4,1	-1,9	6,0
Dic	-36,8	-26,3	-8,4	-18,0	-10,5	-0,7	-9,7	8,6	6,4	0,0	6,4	2,1	-0,1	2,2
2007 Ene	-17,1	-18,8	-2,6	-16,1	1,7	2,3	-0,6	12,1	1,9	0,2	1,7	10,2	-1,1	11,3

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			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	14	15	
2004	0,0	-22,4	-84,3	-3,7	123,8	0,6	-81,8	-96,8	-2,3	271,6	0,0	-43,2	-15,2	0,2	14,5
2005	-0,1	-14,3	-120,7	-3,5	282,5	-0,7	-118,6	-138,1	-0,9	242,1	0,1	-14,3	0,1	0,1	37,6
2006	0,0	-27,7	-100,5	-	303,4	-2,6	-171,4	-113,7	-	422,3	-0,1	-46,6	-8,1	-	-4,1
2005 IV	0,0	-5,0	-53,9	-0,8	62,9	0,5	-24,6	-27,0	-0,2	18,4	0,1	-4,7	5,9	5,9	-22,6
2006 I	0,0	-19,1	-78,0	-0,7	121,1	-0,2	-53,7	-36,1	-0,1	80,8	0,7	2,5	-10,2	-3,7	15,0
II	0,0	11,5	7,3	-2,5	35,7	1,0	-23,5	-26,8	0,2	114,1	-3,2	-7,4	-0,9	-3,2	-11,4
III	0,0	-5,3	-25,7	-0,8	67,7	-0,4	-51,8	-15,5	-0,1	75,9	1,9	-25,6	0,7	3,1	6,6
IV	0,0	-14,7	-4,1	-	78,8	-3,0	-42,3	-35,2	-	151,5	0,6	-16,0	2,3	-	-14,3
2006 Ene	0,0	-6,7	-37,2	-	35,5	0,2	-32,8	-2,5	-	0,9	0,4	3,0	-7,5	-	10,2
Feb	0,0	-3,7	-23,4	-	36,2	-0,2	-7,1	-16,8	-	25,0	0,3	1,5	-2,3	-	11,9
Mar	0,0	-8,7	-17,4	-	49,4	-0,1	-13,8	-16,8	-	54,9	0,0	-2,0	-0,4	-	-7,2
Abr	0,0	3,5	-5,8	-	-10,0	0,2	-6,1	-11,3	-	25,9	-1,1	-7,0	0,6	-	3,9
May	0,0	3,5	12,1	-	-11,8	0,1	-11,1	-12,1	-	63,7	-1,6	-2,0	-2,1	-	1,5
Jun	0,0	4,6	1,1	-	57,5	0,6	-6,3	-3,4	-	24,5	-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	-	12,7	1,0	0,2	1,2	-	3,5
Sep	0,0	-3,1	-5,6	-	28,7	-0,6	-29,7	-4,3	-	59,4	0,5	-7,7	0,4	-	6,4
Oct	0,0	-5,4	-1,3	-	16,7	-1,8	-16,2	-18,9	-	45,5	0,4	-5,0	-0,5	-	8,9
Nov	0,0	-1,3	-6,8	-	29,2	-0,6	-27,6	-6,9	-	51,0	0,3	-8,7	5,0	-	11,6
Dic	0,0	-8,0	4,1	-	32,9	-0,6	1,5	-9,3	-	55,0	-0,1	-2,4	-2,2	-	-34,9
2007 Ene	0,0	-6,0	-3,7	-	44,0	-0,1	-32,2	-10,5	-	38,6	0,5	-8,4	-2,3	-	18,9

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP			IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores		
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-311,9	283,3	0,4	7,8	-1,5	-2,0	-3,6	-260,9	245,1	5,0	-17,1	-266,0	262,2	-49,8	-9,7	34,0
2005	-567,2	645,0	-0,9	6,7	5,2	-2,4	-2,5	-395,6	479,9	-96,5	52,3	-299,2	427,6	-175,8	-6,2	160,9
2006	-771,0	782,6	-1,8	18,8	3,2	-2,9	-0,1	-547,1	498,7	-150,9	51,3	-396,2	447,4	-225,4	22,1	265,2
2005 IV	-128,1	170,2	-1,1	-0,9	-2,0	-1,1	-2,0	-87,5	119,8	-37,1	5,3	-50,4	114,5	-37,4	13,6	53,4
2006 I	-217,4	295,1	-3,2	7,0	7,6	3,8	-3,6	-135,7	222,2	-12,8	12,7	-122,9	209,6	-86,0	-8,3	69,5
II	-105,0	78,0	0,9	2,1	-11,3	-12,2	0,3	-56,8	10,0	-14,7	21,8	-42,1	-11,7	-37,8	13,2	65,6
III	-153,7	214,9	0,5	4,9	12,4	8,5	6,5	-119,8	161,1	-32,7	21,3	-87,1	139,8	-46,7	8,3	42,4
IV	-294,9	194,7	0,0	4,8	-5,4	-2,9	-3,3	-234,8	105,4	-90,7	-4,4	-144,1	109,8	-54,8	9,0	87,7
2006 Ene	-103,0	144,9	0,3	5,1	3,7	2,3	-2,4	-71,1	118,1	6,7	-0,9	-77,8	119,0	-35,9	-15,8	24,1
Feb	-44,5	73,0	-4,8	0,3	1,2	1,0	-1,2	-3,5	36,1	-7,3	9,8	3,8	26,3	-37,4	-3,3	37,8
Mar	-69,9	77,2	1,2	1,6	2,6	0,5	0,0	-61,0	68,0	-12,1	3,8	-48,9	64,2	-12,7	10,8	7,6
Abr	-83,3	113,7	0,0	-1,4	-4,6	-4,9	4,3	-64,4	82,5	0,0	10,1	-64,4	72,4	-14,3	4,9	28,3
May	-72,4	67,5	0,1	4,4	-4,5	-4,8	-4,8	-44,5	40,3	-2,7	2,6	-41,8	37,7	-23,6	-4,6	27,6
Jun	50,7	-103,2	0,8	-0,9	-2,3	-2,6	0,8	52,1	-112,8	-11,9	9,0	64,1	-121,8	0,0	13,0	9,7
Jul	-59,4	73,2	1,6	1,0	7,2	7,1	1,8	-48,7	65,0	-10,5	8,5	-38,2	56,5	-19,5	6,9	5,3
Ago	2,1	23,7	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,5	7,4	18,4	-7,2	6,7	14,7	11,7	-4,3	-1,4	4,5
Sep	-96,4	118,0	0,5	2,5	4,6	1,4	5,1	-78,6	77,6	-15,0	6,1	-63,5	71,6	-22,9	2,8	32,7
Oct	-110,0	91,5	-0,5	-0,9	-2,2	-3,8	-2,2	-84,2	67,9	-47,8	-2,2	-36,5	70,1	-23,0	2,2	26,7
Nov	-154,9	108,7	0,4	3,2	-3,9	-4,4	1,5	-115,7	73,9	-14,2	12,0	-101,6	61,9	-35,6	-7,1	30,1
Dic	-30,1	-5,5	0,1	2,5	0,7	5,4	-2,6	-34,8	-36,3	-28,7	-14,2	-6,0	-22,2	3,8	13,8	30,9
2007 Ene	-142,1	169,5	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,0	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,8	-30,8	24,1

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-0,3	0,0	10,7	0,0	-0,1	0,7	-	-	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,3	1,8	-2,0	-1,3	0,0	-3,4	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,7	0,0	0,0	6,4	8,8	-2,4	-1,2	0,0	-2,2	-0,3
2005 III	0,9	0,0	5,0	0,0	0,0	7,9	3,3	4,6	-0,3	0,0	1,3	-0,1
IV	-1,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	0,0	-2,1	0,0
2006 I	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,1	0,0	-3,3	-0,4
II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-11,0	1,3	-12,2	-0,4	0,0	0,2	0,1
III	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,2	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 comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	-151,3	-0,6	135,2	-0,1	-0,9	-94,6	-	-	-2,3	4,3	28,8	0,3
2004	-257,0	-3,9	242,2	2,9	-6,2	-39,3	-29,6	-9,7	-4,3	9,4	23,0	1,6
2005	-392,4	-3,2	478,3	1,6	-8,6	-150,8	-144,6	-6,2	-16,5	11,5	143,2	6,2
2005 III	-81,1	-5,3	120,5	2,8	1,4	-22,7	-6,8	-15,9	-6,6	2,0	27,2	-1,7
IV	-90,9	3,4	124,6	-4,8	-1,7	-36,7	-50,3	13,6	0,9	4,9	47,5	0,9
2006 I	-131,8	-3,9	216,3	5,9	-3,9	-73,8	-65,5	-8,3	-8,4	4,3	59,8	5,4
II	-57,2	0,5	15,6	-5,5	-3,6	-36,7	-49,9	13,2	2,4	4,0	66,6	-4,9
III	-119,0	-0,9	159,5	1,6	2,4	-45,3	-53,6	8,3	-3,8	3,3	36,3	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.

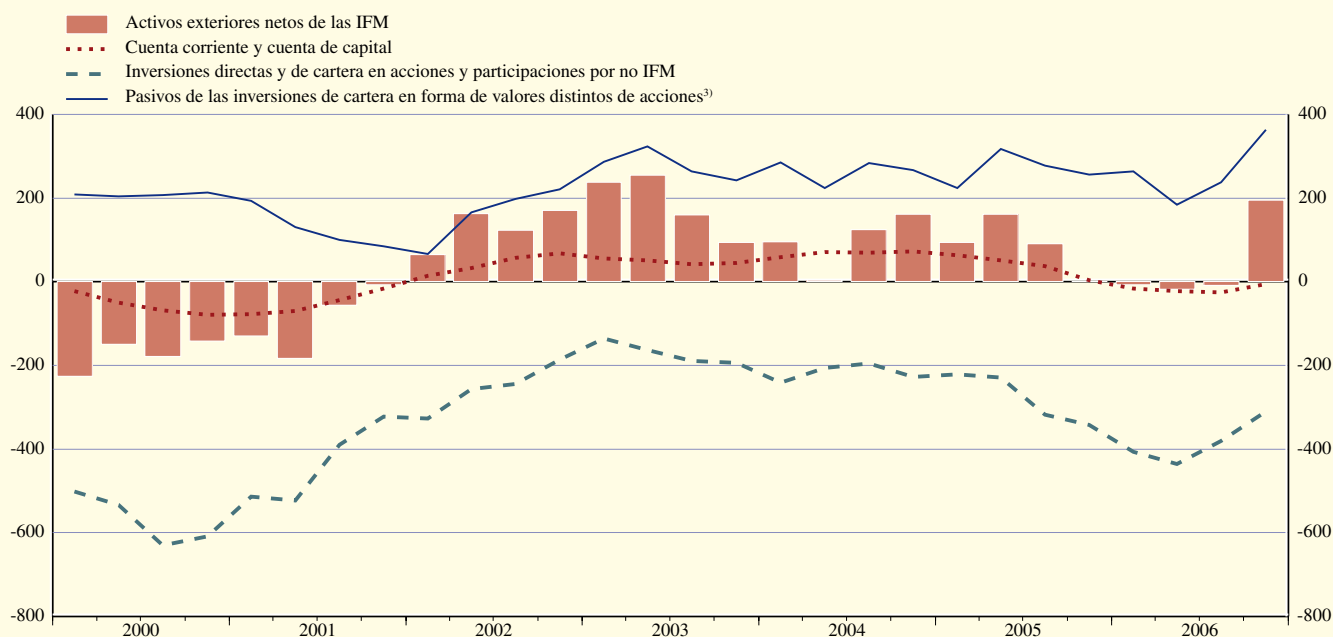
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y partici- paciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	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	0,5
2006	-6,3	-262,0	152,2	-222,3	242,5	362,9	-222,9	265,9	-5,7	-99,5	204,8	194,8
2005 IV	-3,6	-72,4	36,6	-74,9	48,2	-7,8	-39,8	51,4	-6,2	46,0	-22,5	-33,1
2006 I	-10,8	-49,0	19,3	-124,4	116,1	73,8	-78,5	66,2	-8,5	-55,2	-51,0	-38,1
II	-9,2	-101,9	91,8	-20,4	29,2	98,2	-49,3	66,1	-2,8	-39,0	62,7	60,3
III	-2,6	-58,6	28,0	-40,5	34,5	72,8	-34,9	49,1	7,7	-49,5	5,9	1,7
IV	16,4	-52,5	13,1	-36,9	62,8	118,1	-60,3	84,5	-2,0	44,2	187,2	170,9
2006 Ene	-9,4	-5,8	3,8	-47,1	31,8	3,6	-32,2	21,8	-2,9	12,4	-24,1	-12,4
Feb	0,4	-37,9	10,2	-42,6	31,3	31,0	-36,3	36,7	-3,3	-19,9	-30,4	-26,1
Mar	-1,9	-5,3	5,4	-34,7	52,9	39,2	-10,0	7,7	-2,3	-47,6	3,5	0,4
Abr	-7,0	-80,6	84,5	-16,6	-14,1	20,1	-18,8	32,7	-6,5	-10,4	-16,7	-16,4
May	-11,2	-10,8	10,5	-2,1	-12,2	60,9	-28,1	22,9	1,8	-20,5	11,3	6,4
Jun	9,0	-10,6	-3,1	-1,7	55,5	17,2	-2,4	10,6	1,8	-8,2	68,0	70,3
Jul	1,0	-15,0	7,1	-15,3	24,9	4,0	-12,5	7,2	3,3	-7,2	-2,4	3,8
Ago	-5,3	-1,1	0,2	-15,7	1,1	8,8	-3,9	4,0	-2,5	3,7	-10,8	-19,1
Sep	1,7	-42,5	20,7	-9,5	8,5	60,0	-18,5	37,8	6,9	-46,0	19,2	17,0
Oct	2,0	-14,5	3,4	-20,8	6,2	31,9	-25,1	24,5	6,9	2,3	16,8	19,5
Nov	5,6	-10,2	1,0	-8,7	33,7	63,9	-39,6	31,6	-4,1	13,1	86,2	71,5
Dic	8,8	-27,8	8,7	-7,4	22,9	22,3	4,5	28,3	-4,8	28,8	84,2	80,0
2007 Ene	-3,5	-16,8	13,2	-16,4	34,0	51,3	-48,8	19,1	-5,2	-49,7	-22,8	-22,9
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2007 Ene	-0,4	-272,9	161,7	-191,6	244,7	410,6	-239,6	263,2	-7,9	-161,6	206,2	184,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

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

	Total	Unión Europea (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	2.244,3	810,7	46,5	71,7	433,6	199,8	59,1	30,0	55,3	147,5	379,6	821,2
Bienes	1.336,4	457,8	31,1	47,9	220,5	158,2	0,1	17,7	34,2	74,9	199,2	552,7
Servicios	424,2	148,6	8,3	11,5	102,9	20,7	5,3	6,2	11,8	41,3	78,7	137,5
Renta	398,6	143,4	6,6	11,6	100,1	18,9	6,1	5,7	8,5	25,0	95,0	121,1
de la cual: rentas de la inversión	382,5	138,0	6,5	11,5	98,4	18,8	2,9	5,7	8,4	18,8	93,5	118,1
Transferencias corrientes	85,1	61,0	0,5	0,7	10,2	2,0	47,6	0,4	0,8	6,3	6,7	10,0
Cuenta de capital	22,9	19,2	0,0	0,1	0,8	0,0	18,2	0,0	0,0	0,4	0,6	2,8
Pagos												
Cuenta corriente	2.281,3	723,8	38,8	68,5	364,8	157,4	94,2	21,6	84,9	139,5	336,9	974,5
Bienes	1.322,1	368,8	26,9	44,4	170,4	127,1	0,0	10,6	53,0	67,6	128,7	693,5
Servicios	384,8	119,9	7,0	9,0	81,3	22,5	0,1	5,2	7,6	30,7	87,1	134,3
Renta	417,8	136,4	4,4	14,3	104,5	6,6	6,6	4,5	24,0	35,8	113,9	103,1
de la cual: rentas de la inversión	407,7	131,2	4,4	14,2	103,3	2,7	6,6	4,4	23,9	35,3	113,1	99,8
Transferencias corrientes	156,6	98,7	0,5	0,8	8,6	1,2	87,6	1,3	0,4	5,3	7,2	43,7
Cuenta de capital	13,3	1,7	0,0	0,2	1,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	1,2	9,7
Neto												
Cuenta corriente	-37,0	86,9	7,6	3,2	68,8	42,4	-35,2	8,4	-29,6	8,0	42,6	-153,3
Bienes	14,3	88,9	4,2	3,5	50,0	31,1	0,1	7,1	-18,8	7,3	70,6	-140,8
Servicios	39,3	28,7	1,3	2,5	21,6	-1,8	5,2	1,1	4,3	10,5	-8,4	3,1
Renta	-19,2	7,0	2,1	-2,6	-4,3	12,3	-0,5	1,2	-15,5	-10,9	-19,0	18,0
de la cual: rentas de la inversión	-25,2	6,8	2,1	-2,6	-5,0	16,0	-3,7	1,3	-15,5	-16,5	-19,6	18,3
Transferencias corrientes	-71,5	-37,7	0,0	-0,1	1,5	0,8	-39,9	-0,9	0,4	1,0	-0,6	-33,6
Cuenta de capital	9,6	17,4	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	-125,6	-78,6	-2,2	14,8	-69,3	-21,9	0,0	-0,7	1,3	-4,9	-3,9	4,7	-43,5
En el exterior	-301,4	-164,5	-0,5	2,7	-144,6	-22,1	0,0	-6,0	-3,4	-10,1	-38,0	-28,3	-51,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-248,4	-155,2	-0,9	-0,5	-132,4	-21,4	0,0	-1,9	-2,0	-6,8	-9,8	-23,4	-49,4
Otro capital	-53,0	-9,3	0,4	3,2	-12,2	-0,7	0,0	-4,1	-1,4	-3,3	-28,3	-5,0	-1,6
En la zona del euro	175,8	86,0	-1,7	12,1	75,3	0,2	0,0	5,3	4,7	5,2	34,2	33,1	7,5
Acc. y particip/ beneficios reinv.	146,4	71,0	-2,4	11,7	60,8	0,8	0,0	3,9	4,0	10,2	8,9	42,5	5,9
Otro capital	29,4	15,0	0,7	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	-466,8	-131,4	-0,7	-5,3	-121,4	-5,3	1,5	-7,3	-30,8	-4,2	-130,3	-93,9	-69,0
Acciones y participaciones	-168,3	-19,3	0,6	-3,3	-18,3	1,6	0,0	-1,6	-22,4	-2,6	-60,7	-33,1	-28,5
Valores distintos de acciones	-298,6	-112,1	-1,4	-2,1	-103,2	-7,0	1,5	-5,8	-8,3	-1,6	-69,6	-60,8	-40,4
Bonos y obligaciones	-258,2	-96,2	-1,8	-1,9	-84,5	-9,6	1,5	-4,3	-7,8	1,0	-62,0	-47,8	-41,1
Inst. del mercado monetario	-40,4	-15,9	0,5	-0,2	-18,7	2,6	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	153,9	55,4	-1,1	7,0	45,8	-7,9	11,7	-0,8	34,2	-12,6	15,3	52,5	15,6	-5,5
Activos	-604,2	-397,2	-21,0	-1,8	-352,5	-21,8	-0,2	-2,1	20,2	-45,0	-22,5	-72,0	-0,9	-84,7
AAPP	6,6	-2,9	-0,1	-0,6	-1,7	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-1,4	10,3
IFM	-402,8	-231,6	-20,3	-0,1	-190,5	-21,1	0,3	-1,6	19,8	-38,3	-26,8	-47,3	0,6	-77,6
Otros sectores	-208,0	-162,7	-0,5	-1,1	-160,3	-0,7	-0,1	-0,6	0,4	-6,7	3,8	-24,7	-0,1	-17,4
Pasivos	758,1	452,6	19,9	8,7	398,3	13,9	11,9	1,3	14,0	32,4	37,7	124,5	16,5	79,2
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	526,2	256,8	19,5	8,0	216,0	12,3	1,0	1,3	11,7	27,5	6,6	123,4	13,6	85,2
Otros sectores	230,9	197,3	0,4	0,7	182,7	1,6	11,9	0,0	2,4	3,0	31,9	1,0	0,0	-4,7

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de período)

	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	325,9	-160,1	0,8	-17,3	-292,9	149,5	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	436,7
En el exterior	2.711,1	937,9	33,8	81,0	651,8	171,4	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	512,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.184,7	735,5	29,7	56,8	502,1	146,8	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	410,7
Otro capital	526,4	202,5	4,1	24,2	149,6	24,5	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	101,5
En la zona del euro	2.385,2	1.098,1	33,0	98,3	944,7	21,9	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	75,5
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.777,4	873,0	26,9	81,9	757,1	7,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	67,1
Otro capital	607,8	225,1	6,1	16,4	187,6	14,9	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,4
Inversiones de cartera: activos	3.874,8	1.197,9	61,2	119,3	860,9	86,5	69,9	83,3	270,3	122,3	1.307,2	411,4	30,8	451,5
Acciones y participaciones	1.733,6	421,8	10,9	46,5	342,3	22,1	0,0	21,6	182,3	112,1	616,8	155,6	1,4	222,0
Valores distintos de acciones	2.141,1	776,1	50,3	72,8	518,7	64,5	69,9	61,7	87,9	10,2	690,4	255,8	29,4	229,5
Bonos y obligaciones	1.826,4	647,7	45,9	61,6	407,9	62,5	69,8	60,2	62,3	7,8	591,3	228,6	28,7	199,8
Inst. del mercado monetario	314,7	128,4	4,3	11,2	110,8	1,9	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	29,7
Otras inversiones	-307,9	-64,3	51,8	15,4	17,8	-4,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	76,4
Activos	3.659,1	1.849,5	77,0	62,0	1.618,3	82,5	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	579,4
AAPP	102,0	17,2	0,2	0,3	8,9	0,3	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.519,6	1.426,4	65,7	44,5	1.243,0	72,2	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	325,9
Otros sectores	1.037,5	406,0	11,0	17,2	366,4	10,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	209,3
Pasivos	3.967,0	1.913,9	25,2	46,6	1.600,5	86,9	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	503,1
AAPP	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.181,5	1.488,3	20,0	26,3	1.270,8	70,6	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	402,8
Otros sectores	739,0	401,9	5,2	20,0	326,4	16,3	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	89,2

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-787,9	-10,5	88,2	-916,1	-7,5	-259,2	306,7
2004	-832,2	-10,7	107,4	-996,6	-14,9	-209,1	281,0
2005	-818,9	-10,2	325,9	-1.142,6	-14,4	-307,9	320,1
2006 II	-870,1	-10,4	352,4	-1.229,7	-2,0	-314,6	323,8
III	-975,7	-11,6	394,5	-1.287,4	-15,5	-392,4	325,1
Activos: saldos vivos							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.961,1	106,4	2.169,7	2.658,3	160,8	2.665,6	306,7
2004	8.764,2	112,7	2.337,1	3.036,0	174,1	2.936,0	281,0
2005	10.801,1	134,4	2.711,1	3.874,8	236,1	3.659,1	320,1
2006 II	11.340,4	135,0	2.845,5	3.978,1	268,3	3.924,7	323,8
III	11.844,6	141,0	2.926,8	4.208,2	300,0	4.084,6	325,1
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,0	116,9	2.081,6	3.574,4	168,3	2.924,7	-
2004	9.596,3	123,4	2.229,7	4.032,6	189,0	3.145,1	-
2005	11.620,0	144,6	2.385,2	5.017,4	250,5	3.967,0	-
2006 II	12.210,4	145,4	2.493,0	5.207,8	270,3	4.239,3	-
III	12.820,4	152,6	2.532,3	5.495,6	315,4	4.477,0	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,9	124,3	1.602,6	442,8	2,1	440,7	1.510,0	46,2	1.463,8	571,5	3,0	568,5
2004	1.897,1	144,5	1.752,6	439,9	3,1	436,8	1.661,0	43,9	1.617,1	568,7	8,1	560,6
2005	2.184,7	166,5	2.018,2	526,4	6,9	519,5	1.777,4	45,9	1.731,5	607,8	9,9	597,8
2006 II	2.298,1	164,6	2.133,5	547,4	7,0	540,4	1.882,6	44,5	1.838,1	610,5	10,1	600,4
III	2.378,2	176,6	2.201,5	548,6	6,7	541,9	1.925,3	46,2	1.879,1	607,0	10,0	597,0

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			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	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2
2003	1,7	53,6	11,5	1.026,4	1.570,7	9,3	461,2	6,3	846,8	1.755,7	1,1	191,5	0,5	48,5	248,0
2004	2,1	74,0	16,1	1.160,8	1.756,3	7,9	541,5	8,0	938,7	2.041,1	0,9	231,5	0,4	54,2	235,2
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,6	10,1	1.114,5	2.271,7	0,8	260,6	0,4	52,9	317,7
2006 II	2,8	105,1	29,6	1.628,5	2.567,3	7,4	732,5	9,0	1.141,2	2.327,3	3,3	253,9	7,2	57,6	313,2
III	2,9	113,7	31,6	1.726,4	2.768,6	7,8	789,0	9,1	1.179,3	2.409,1	1,4	283,1	4,2	59,7	317,9

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	-	-	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,1	0,2	58,7	53,3	5,5	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,1	54,2	7,9	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,3	45,9	11,5	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 II	8,2	0,4	90,6	0,2	0,1	60,0	40,1	19,9	43,6	0,0	39,8	3,3
III	7,4	0,4	95,6	0,2	0,1	47,8	36,4	11,4	43,6	0,0	46,5	3,4

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	-	-	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.737,9	38,6	2.243,2	30,9	168,9	528,7	203,3	325,4	84,3	106,8	385,9	45,7
2004	1.954,8	45,4	2.423,9	42,1	172,1	560,4	232,9	327,6	93,4	109,8	399,3	49,7
2005	2.457,3	56,4	3.046,8	52,3	184,4	721,2	370,3	350,9	131,8	124,7	545,2	69,1
2006 II	2.584,0	53,9	3.198,8	47,0	191,0	847,8	486,9	361,0	135,7	133,9	647,9	77,8
III	2.705,9	57,1	3.362,6	52,3	180,5	900,7	543,1	357,7	141,2	129,7	702,9	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 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
2007 Ene	338,4	183,1	364,652	4,7	5,1	145,4	4,4	22,9	118,1	-	-	-	0,0	0,0	24,9	-24,0
Feb	337,3	183,1	364,205	4,6	4,5	145,1	4,1	26,6	114,1	-	-	-	0,2	0,0	23,6	-23,8
	de los cuales depositados en el Banco Central Europeo															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 I	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,3	2,6	3,6	23,1	0,0	15,3	7,8	0,0	0,0	3,9	-0,5
II	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
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 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	-0,3
2007 Ene	43,0	10,4	20,632	0,4	0,0	32,2	0,7	3,9	27,6	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Feb	42,8	10,4	20,632	0,4	0,0	32,0	0,7	4,4	27,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-1,9

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.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2003	-2,3	0,5	1.059,3	500,7	222,5	300,4	923,7	990,4	553,7	164,5	241,1	715,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.148,3	548,4	247,5	313,4	997,4	1.075,1	604,7	183,5	256,0	770,6	129,1
2005	7,7	13,4	1.240,9	593,1	270,1	333,7	1.070,0	1.224,4	705,4	207,0	276,1	845,4	185,9
2006	11,1	13,2	1.380,9	664,4	289,7	364,1	1.186,4	1.392,0	825,9	207,1	302,4	941,8	224,2
2005 III	10,1	15,6	319,7	151,2	71,0	85,7	275,2	318,9	184,6	54,0	70,9	218,1	52,9
IV	9,8	15,7	323,9	155,1	69,3	86,4	277,4	328,9	189,0	56,4	72,6	223,8	53,6
2006 I	15,9	22,3	333,4	159,8	71,7	89,0	283,3	336,9	197,9	52,7	74,1	223,9	55,2
II	9,3	14,2	338,6	162,6	71,5	89,6	290,2	344,8	204,3	51,9	75,1	231,4	56,9
III	8,1	10,4	347,3	168,4	72,1	91,3	298,5	355,2	213,3	51,3	75,8	239,9	59,9
IV	11,6	7,3	361,5	173,7	74,4	94,1	314,3	355,1	210,4	51,2	77,5	246,5	52,1
2006 Jul	7,5	13,0	111,2	54,2	22,9	29,6	95,5	117,4	70,0	16,9	25,1	79,0	19,6
Ago	8,1	11,0	115,5	55,8	23,7	30,9	99,5	119,9	73,5	17,3	25,4	80,3	21,5
Sep	8,5	7,5	120,7	58,4	25,5	30,8	103,5	117,9	69,9	17,1	25,4	80,6	18,8
Oct	15,9	13,6	119,3	57,5	24,7	30,9	102,2	117,8	69,9	17,2	25,8	80,8	18,0
Nov	12,5	6,1	120,1	58,3	25,0	30,9	105,4	116,2	69,2	16,9	25,9	81,2	17,0
Dic	6,5	2,3	122,1	57,9	24,7	32,3	106,8	121,1	71,3	17,0	25,9	84,5	17,2
	En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2003	1,0	3,7	109,1	105,8	107,9	114,9	109,3	102,0	100,6	95,3	110,5	100,2	104,9
2004	9,1	6,7	118,5	115,6	121,5	119,9	118,6	108,0	104,4	107,6	118,5	108,0	105,3
2005	4,7	5,2	124,5	120,2	130,9	125,0	124,6	114,2	108,2	122,2	124,6	116,0	110,4
2006	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 III	6,9	5,9	127,5	121,7	137,1	127,4	127,4	116,1	109,3	125,9	127,1	119,0	114,7
IV	5,6	5,4	127,9	123,3	133,4	127,3	127,8	117,4	109,0	131,7	127,5	120,9	111,4
2006 I	10,6	8,3	129,9	125,2	136,6	129,9	129,2	116,9	110,1	121,3	128,7	119,1	107,0
II	5,2	3,5	131,8	127,3	136,5	130,2	132,5	119,2	111,9	122,3	131,7	123,4	105,6
III	5,1	4,2	134,8	130,6	138,0	132,9	135,6	122,2	116,3	122,0	131,2	126,7	113,9
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Jul	4,5	5,2	129,8	126,9	131,5	129,0	130,7	120,6	113,4	120,9	130,2	125,6	108,4
Ago	4,9	4,3	134,1	129,1	135,8	134,9	135,4	123,1	119,6	122,9	131,4	127,2	121,0
Sep	5,9	3,2	140,4	135,9	146,8	134,7	140,7	122,8	115,9	122,3	132,0	127,3	112,3
Oct	13,1	11,0	138,4	133,3	141,5	134,4	138,1	124,1	117,7	123,2	133,9	127,7	116,6
Nov	9,5	4,1	138,9	134,2	142,3	135,3	142,0	122,8	117,3	119,0	135,2	127,9	113,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	-0,2	2,4	96,7	96,3	94,2	99,6	96,2	97,1	98,1	93,0	97,8	96,1	99,5
2005	2,8	7,7	99,4	100,2	95,3	101,7	98,2	104,6	110,4	92,4	100,3	98,1	136,8
2006	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 III	3,0	9,2	100,1	101,0	95,8	102,5	98,8	107,2	114,4	93,6	101,1	98,7	150,2
IV	4,0	9,8	101,1	102,2	96,1	103,4	99,3	109,4	117,5	93,5	103,1	99,7	156,8
2006 I	4,8	13,0	102,5	103,7	97,1	104,5	100,3	112,6	121,8	94,8	104,2	101,3	168,3
II	4,0	10,4	102,5	103,7	96,8	104,9	100,2	112,9	123,8	92,7	103,2	101,0	175,5
III	2,8	6,0	102,9	104,7	96,6	104,7	100,7	113,5	124,3	91,8	104,7	102,0	171,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006 Jul	2,9	7,4	102,6	104,1	96,5	104,9	100,3	114,1	125,4	91,4	104,6	101,6	176,4
Ago	3,1	6,4	103,1	105,3	96,8	104,6	100,8	114,1	124,9	92,3	104,8	102,1	173,7
Sep	2,4	4,1	102,9	104,7	96,5	104,6	101,0	112,4	122,6	91,6	104,5	102,4	163,3
Oct	2,5	2,3	103,3	105,2	97,0	105,0	101,6	111,2	120,7	91,6	104,5	102,2	150,6
Nov	2,7	1,9	103,6	105,8	97,4	104,6	101,8	110,8	120,0	93,1	103,9	102,6	146,0
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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.)															
2003	1.059,3	24,9	38,6	194,6	117,5	29,2	63,3	24,8	167,0	35,2	31,3	135,1	59,4	37,7	100,6
2004	1.148,3	25,6	41,8	204,0	128,5	35,3	66,1	31,8	172,2	40,3	33,0	150,3	63,8	40,6	115,0
2005	1.240,9	28,8	44,9	202,5	144,3	43,0	70,5	34,6	184,7	43,2	34,0	165,6	72,8	46,9	125,0
2006	1.380,9	31,0	49,6	215,1	175,2	54,6	76,4	38,5	199,6	53,4	34,4	182,7	76,7	54,1	139,5
2005 III	319,7	7,4	11,4	51,4	36,6	11,2	17,9	9,1	47,4	11,3	8,5	43,9	19,3	12,2	32,1
IV	323,9	7,5	11,3	51,5	38,8	11,3	17,8	9,5	48,6	11,6	8,6	41,8	19,1	12,4	34,2
2006 I	333,4	7,5	11,6	52,1	40,8	12,1	17,9	9,6	49,5	12,6	8,8	43,7	18,9	13,3	35,2
II	338,6	7,7	12,1	53,3	43,2	12,8	18,2	9,8	49,4	12,7	8,4	44,8	19,1	13,3	33,8
III	347,3	7,8	12,8	54,7	44,6	14,1	19,4	9,6	49,7	13,5	8,6	45,9	19,1	13,5	34,0
IV	361,5	8,0	13,2	55,0	46,7	15,5	20,9	9,6	51,0	14,6	8,7	48,3	19,6	13,9	36,5
2006 Jul	111,2	2,6	4,2	17,6	14,3	4,5	6,4	3,1	16,1	4,3	2,8	14,8	6,3	4,3	10,0
Ago	115,5	2,6	4,2	18,9	15,0	4,6	6,4	3,2	16,8	4,4	2,9	14,8	6,3	4,6	10,8
Sep	120,7	2,6	4,3	18,2	15,3	5,1	6,6	3,3	16,8	4,8	2,9	16,3	6,6	4,7	13,2
Oct	119,3	2,6	4,4	18,1	15,4	5,1	7,0	3,1	15,9	4,8	2,9	15,6	6,2	4,7	13,6
Nov	120,1	2,7	4,3	18,1	15,5	5,3	6,9	3,3	17,2	5,0	2,9	16,3	6,6	4,6	11,4
Dic	122,1	2,7	4,5	18,7	15,8	5,1	7,0	3,2	17,9	4,9	2,9	16,4	6,8	4,6	11,5
en porcentaje del total de exportaciones															
2006	100,0	2,2	3,6	15,6	12,7	3,9	5,5	2,8	14,5	3,9	2,5	13,2	5,6	3,9	10,1
Importaciones (c.i.f.)															
2003	990,4	23,7	36,9	138,7	101,9	47,4	50,5	19,3	110,3	74,4	52,1	141,7	68,2	39,7	85,6
2004	1.075,1	25,4	39,7	144,1	107,3	56,4	53,0	22,8	113,8	92,0	53,9	161,1	72,5	45,2	88,0
2005	1.224,4	26,3	42,1	152,1	117,8	75,9	57,8	24,8	120,1	117,7	52,9	189,5	95,4	53,3	98,7
2006	1.392,0	27,2	47,2	165,6	140,4	95,0	61,9	28,6	127,7	143,3	56,2	211,9	109,4	65,6	112,0
2005 III	318,9	6,6	10,7	39,3	30,0	19,9	14,8	6,1	30,9	31,4	13,6	49,7	25,4	14,0	26,6
IV	328,9	6,6	11,0	39,5	31,0	20,5	15,2	6,6	31,1	32,1	13,8	52,7	26,1	14,8	28,0
2006 I	336,9	6,8	11,2	40,6	32,2	23,9	14,9	6,8	31,8	33,3	13,8	51,9	27,2	15,6	26,9
II	344,8	6,7	11,4	42,8	34,0	24,8	15,2	7,4	31,8	34,4	14,0	53,4	27,3	15,7	26,0
III	355,2	6,9	12,1	41,5	36,2	24,2	15,9	7,2	32,2	35,9	14,4	54,5	27,1	16,6	30,6
IV	355,1	6,9	12,5	40,7	38,1	22,1	15,8	7,2	32,1	39,7	13,9	52,2	27,8	17,7	28,4
2006 Jul	117,4	2,5	4,0	14,0	11,7	7,6	5,3	2,4	10,8	11,8	4,8	17,9	9,0	5,6	10,0
Ago	119,9	2,2	4,0	14,1	12,0	8,8	5,4	2,4	10,8	11,8	4,8	18,3	9,3	5,6	10,3
Sep	117,9	2,2	4,0	13,4	12,4	7,7	5,3	2,4	10,6	12,4	4,8	18,3	8,8	5,4	10,3
Oct	117,8	2,2	4,1	13,3	12,7	7,3	5,1	2,3	10,7	12,5	4,6	17,8	9,4	5,7	10,2
Nov	116,2	2,3	4,1	13,6	12,5	7,3	5,3	2,4	10,6	13,4	4,5	17,4	9,1	5,9	7,6
Dic	121,1	2,3	4,3	13,9	12,9	7,5	5,4	2,5	10,8	13,7	4,8	17,0	9,3	6,1	10,6
en porcentaje del total de importaciones															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	10,1	6,8	4,4	2,1	9,2	10,3	4,0	15,2	7,9	4,7	8,0
Saldo															
2003	68,9	1,2	1,7	55,9	15,6	-18,2	12,7	5,6	56,7	-39,2	-20,8	-6,6	-8,8	-2,0	15,0
2004	73,3	0,2	2,2	59,9	21,2	-21,1	13,1	8,9	58,5	-51,7	-20,8	-10,8	-8,7	-4,6	27,0
2005	16,5	2,6	2,8	50,4	26,5	-32,9	12,7	9,7	64,6	-74,5	-18,9	-23,9	-22,6	-6,4	26,3
2006	-11,1	3,8	2,4	49,4	34,8	-40,3	14,5	9,9	71,8	-89,9	-21,7	-29,2	-32,6	-11,5	27,5
2005 III	0,7	0,8	0,7	12,1	6,6	-8,7	3,1	2,9	16,5	-20,1	-5,1	-5,8	-6,0	-1,8	5,5
IV	-5,1	0,9	0,4	12,0	7,8	-9,2	2,6	2,8	17,5	-20,5	-5,3	-10,9	-7,0	-2,5	6,2
2006 I	-3,5	0,7	0,4	11,4	8,6	-11,8	2,9	2,8	17,8	-20,7	-5,1	-8,2	-8,3	-2,3	8,2
II	-6,2	1,0	0,7	10,5	9,2	-12,0	3,0	2,4	17,6	-21,7	-5,6	-8,6	-8,2	-2,4	7,8
III	-7,9	0,8	0,7	13,2	8,4	-10,0	3,5	2,4	17,6	-22,4	-5,8	-8,6	-8,0	-3,0	3,4
IV	6,4	1,2	0,7	14,3	8,6	-6,6	5,1	2,4	18,9	-25,0	-5,3	-3,9	-8,2	-3,8	8,1
2006 Jul	-6,2	0,1	0,2	3,6	2,5	-3,1	1,1	0,7	5,4	-7,5	-2,0	-3,1	-2,8	-1,3	0,0
Ago	-4,4	0,3	0,2	4,8	3,0	-4,2	1,1	0,8	6,0	-7,3	-2,0	-3,6	-3,0	-1,0	0,5
Sep	2,8	0,4	0,3	4,8	2,9	-2,6	1,3	0,9	6,2	-7,6	-1,8	-1,9	-2,2	-0,7	2,9
Oct	1,5	0,5	0,3	4,8	2,7	-2,2	1,9	0,8	5,2	-7,8	-1,8	-2,2	-3,2	-1,0	3,4
Nov	3,9	0,3	0,2	4,6	3,0	-2,1	1,6	0,9	6,6	-8,4	-1,6	-1,1	-2,5	-1,3	3,8
Dic	1,0	0,4	0,2	4,9	2,9	-2,4	1,6	0,7	7,1	-8,9	-1,9	-0,6	-2,5	-1,6	0,9

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



TIPOS DE CAMBIO

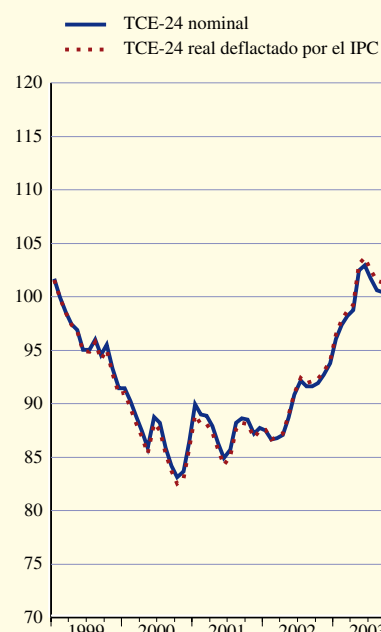
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	104,3	105,1	104,2	103,2	99,9	101,8	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,4	99,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,1	97,7	110,0	103,4
2006 I	101,7	102,5	101,0	99,0	94,1	96,6	107,4	101,2
II	103,8	104,6	103,0	100,9	95,1	98,2	110,1	103,6
III	104,5	105,3	103,7	101,4	95,7	98,3	111,2	104,5
IV	104,6	105,3	104,1	101,5	95,3	97,8	111,3	104,3
2007 I	105,5	106,1	104,8	-	-	-	112,0	104,8
2006 Mar	101,9	102,9	101,4	-	-	-	107,6	101,4
Abr	103,0	104,0	102,5	-	-	-	108,8	102,5
May	104,0	104,9	103,3	-	-	-	110,5	104,0
Jun	104,2	104,9	103,3	-	-	-	111,1	104,4
Jul	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
Ago	104,6	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,6
Sep	104,4	105,1	103,4	-	-	-	111,1	104,3
Oct	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
Dic	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,5	104,2	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	106,0	104,7	-	-	-	111,9	104,6
Mar	106,1	106,7	105,4	-	-	-	112,7	105,4
% variación sobre mes anterior								
2007 Mar	0,7	0,7	0,7	-	-	-	0,8	0,8
% variación sobre año anterior								
2007 Mar	4,1	3,7	3,9	-	-	-	4,8	3,9

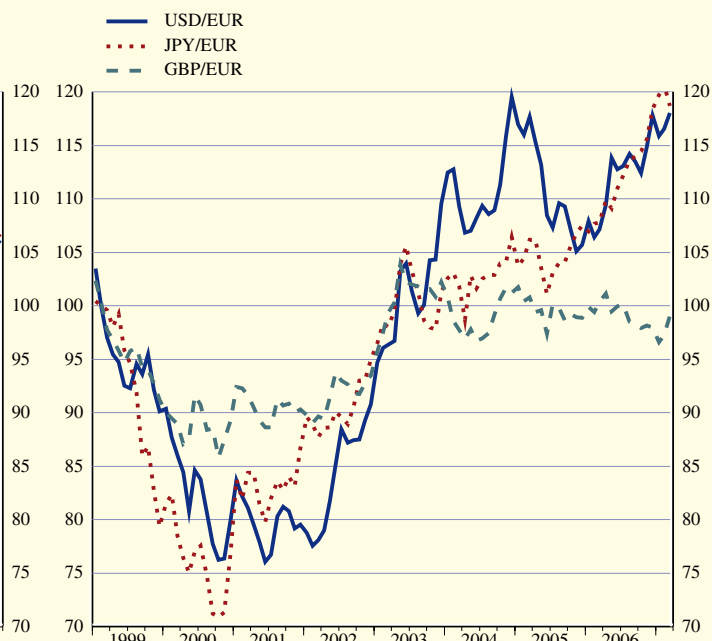
C35 Tipos de cambio efectivos

(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 III	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
2006 IV	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2007 I	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1.230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
2006 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
2006 Oct	7,4555	9,2533	0,67254	1,2611	149,65	1,5898	1.202,31	9,8189	1,9905	1,4235	8,3960	1,6733
2006 Nov	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
2006 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
2007 Feb	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1.225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
2007 Mar	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
	% variación sobre mes anterior											
2007 Mar	-0,1	1,2	1,8	1,3	-1,5	-0,5	1,9	1,3	0,7	1,1	0,6	0,0
	% variación sobre año anterior											
2007 Mar	-0,2	-1,1	-1,3	10,2	10,1	2,8	6,6	10,9	3,6	11,2	2,0	1,0

	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 III	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	37,842	1,9558	3,5415
2006 IV	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791
2007 I	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812
2006 Sep	28,383	15,6466	0,57650	0,6961	3,4528	274,42	0,4293	3,9649	37,497	1,9558	3,5274
2006 Oct	28,290	15,6466	0,57672	0,6961	3,4528	267,10	0,4293	3,9014	36,804	1,9558	3,5191
2006 Nov	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	35,884	1,9558	3,4955
2006 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
2007 Feb	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823
2007 Mar	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692
	% variación sobre mes anterior										
2007 Mar	-0,6	0,0	0,1	1,2	0,0	-1,4	0,0	-0,2	-2,0	0,0	-0,4
	% variación sobre año anterior										
2007 Mar	-2,1	0,0	0,8	1,8	0,0	-4,2	0,0	0,1	-9,8	0,0	-3,9

	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 III	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118
2006 IV	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781
2007 I	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492
2006 Sep	10,0971	7,3945	89,31	11.646,15	4,6724	1,9453	64,029	34,0549	9,4553	47,640	1,8870
2006 Oct	9,9651	7,3913	86,29	11.569,46	4,6390	1,9066	63,022	33,8849	9,6481	47,068	1,8654
2006 Nov	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786
2006 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
2007 Feb	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260
2007 Mar	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659
	% variación sobre mes anterior										
2007 Mar	1,1	0,0	0,8	2,4	1,1	0,5	1,4	0,5	3,9	-2,5	2,2
	% variación sobre año anterior										
2007 Mar	6,1	0,5	5,9	10,3	3,8	0,0	4,2	3,2	29,6	-7,5	16,1

Fuente: BCE.

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

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

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 II	8,6	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	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2006 Oct	5,2	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	5,9	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	6,1	1,5	1,7	5,1	1,5	6,8	4,5	6,6	0,8	1,4	4,9	3,7	1,4	3,0
2007 Ene	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
Feb	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
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 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
2007 Ene	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
Feb	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período														
2006 Sep	3,74	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	3,78	2,65	3,61	3,57	3,62	4,97	3,53	8,20	3,62	4,21	8,62	5,02	2,96	5,13
Nov	3,84	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	8,71	4,94	3,08	5,23
Dic	4,01	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
2007 Ene	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
Feb	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
PIB real														
2005	6,2	6,1	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,2	3,0	3,5	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,1	3,2	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	2,9	5,8	7,6	8,3	4,4	2,8
2006 II	6,4	6,1	3,0	11,8	4,2	11,1	8,4	4,0	2,6	5,6	7,7	6,7	5,0	2,8
III	6,7	6,0	3,0	11,0	3,8	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,5	3,0
IV	5,7	5,8	3,1	11,2	3,6	11,7	7,0	3,4	3,6	6,6	7,6	9,6	4,9	3,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB														
2005	-11,0	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-6,3	-1,4	-7,9	-8,6	6,3	-2,3
2006	-15,1	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,9	-	-1,7	-10,4	-8,4	-	-3,4
2006 II	-11,7	-5,9	2,7	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-7,3	-1,7	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
III	-4,4	-5,1	4,5	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,2	2,9	-0,7	-9,5	-10,1	7,2	-3,5
IV	-24,5	-5,3	1,4	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-	-2,6	-10,7	-7,3	-	-3,3
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,5	0,9	2,7	1,3	15,5	3,4	-	0,0	0,9	-	0,5	0,6	-
2006	4,5	-	2,0	5,7	1,9	13,8	7,0	-	-0,7	-	-	1,7	-0,6	-
2006 I	-	0,5	1,4	3,7	-	-	3,6	-	-0,1	-	-	1,9	-2,2	-
II	-	-	1,8	5,1	-	-	3,5	-	-0,6	-	-	3,7	-0,3	-
III	-	-	2,4	5,6	-	-	11,1	-	-0,9	-	-	0,5	0,5	-
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,3	7,2	7,3	17,8	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	4,7	6,8	5,6	7,5	7,4	13,8	7,4	13,4	7,0	5,3
2006 II	9,2	7,3	4,2	6,0	4,8	7,1	5,9	7,3	7,5	14,2	7,3	13,7	-	5,4
III	9,2	7,1	3,7	5,8	4,6	6,7	5,9	7,6	7,3	13,4	7,6	13,1	-	5,4
IV	8,3	6,7	3,6	5,6	4,5	6,1	5,0	7,7	7,0	12,6	7,8	12,3	-	5,3
2006 Oct	8,3	6,8	3,6	5,8	4,5	6,2	5,1	7,6	7,1	12,9	7,8	12,7	-	5,3
Nov	8,3	6,7	3,6	5,5	4,5	6,1	5,0	7,7	7,1	12,6	7,8	12,4	-	5,4
Dic	8,3	6,6	3,5	5,4	4,5	5,9	4,9	7,7	6,9	12,3	7,8	11,9	-	5,4
2007 Ene	8,4	6,5	3,3	4,8	4,5	6,0	5,8	7,8	6,8	12,1	7,5	11,2	-	-
Feb	8,2	6,4	3,4	4,9	4,5	5,8	5,7	7,9	6,7	11,8	7,3	11,0	-	-

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

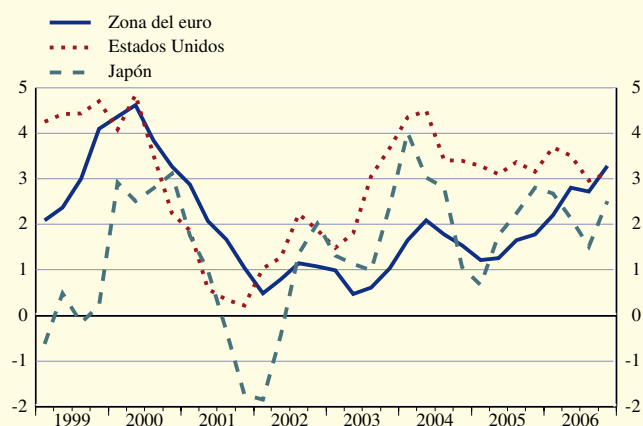
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-0,2	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	.	.
2006 I	3,6	1,9	3,7	4,9	4,7	4,6	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
II	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,7	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
III	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,5	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
IV	1,9	-0,4	3,1	3,6	4,5	5,0	5,37	4,63	1,2887	.	.
2007 I	.	.	.	.	4,5	.	5,36	4,68	1,3106	.	.
2006 Nov	2,0	-	-	2,9	4,5	5,0	5,37	4,60	1,2881	-	-
Dic	2,5	-	-	3,6	4,5	5,3	5,36	4,57	1,3213	-	-
2007 Ene	2,1	-	-	2,2	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
Feb	2,4	-	-	2,9	4,5	5,6	5,36	4,73	1,3074	-	-
Mar	.	-	-	.	4,4	.	5,35	4,56	1,3242	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,8	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	151,4
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,5	157,6
2005	-0,3	-0,5	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-5,9	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,6	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
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	2,1	4,2	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
III	0,6	-2,9	1,5	5,4	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
IV	0,3	-3,6	2,5	5,7	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	.	.	.	.	.	.	0,62	1,68	156,43	.	.
2006 Nov	0,3	-3,3	-	4,9	4,0	0,6	0,48	1,70	151,11	-	-
Dic	0,3	-3,1	-	4,9	4,1	0,7	0,56	1,64	154,82	-	-
2007 Ene	0,0	.	-	4,1	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
Feb	-0,2	.	-	2,6	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
Mar	.	.	-	.	.	.	0,71	1,62	155,24	-	-

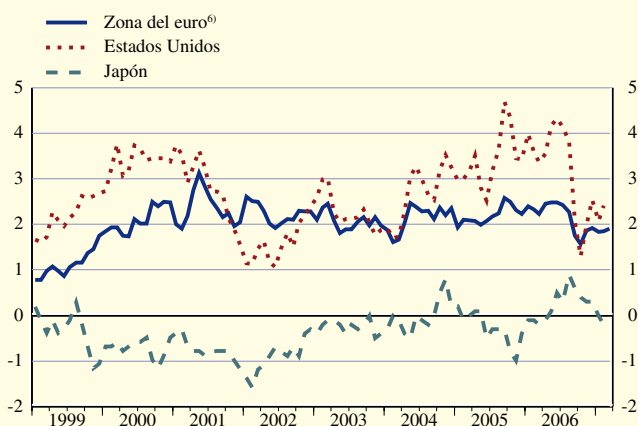
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

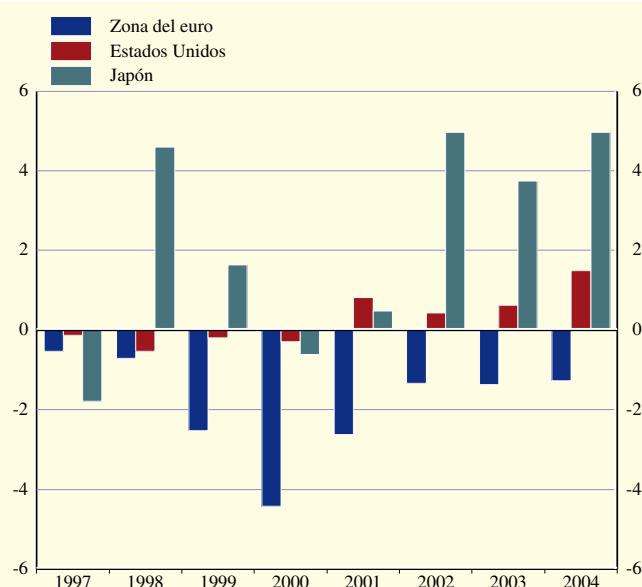
6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

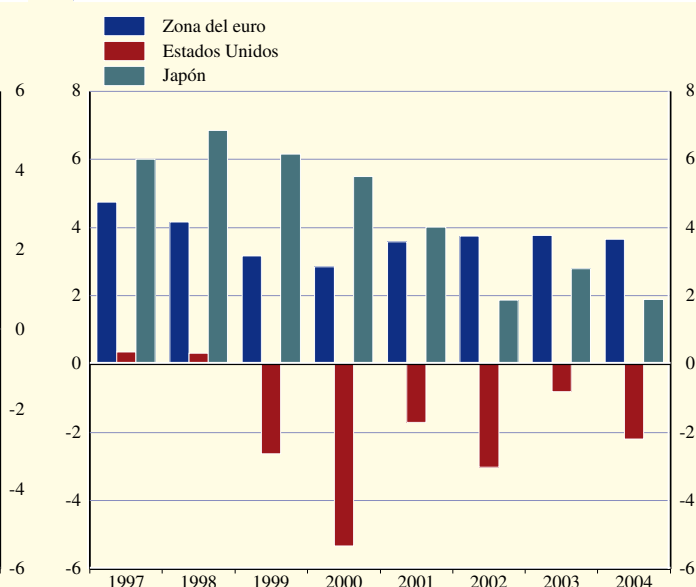
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2003	13,3	18,5	-4,7	6,8	6,8	0,8	7,6	0,1	0,4	13,3	8,5	11,3	9,3
2004	13,2	19,3	-5,6	7,0	6,7	6,7	7,6	5,2	0,3	13,5	7,9	11,2	10,1
2005	12,9	19,7	-6,2	7,1	7,0	3,3	7,9	2,6	-1,0	13,8	4,9	9,6	9,7
2006	13,8	20,0	-6,2	7,6	7,3	2,3	8,2	1,4	-1,2	13,1	3,6	8,5	8,1
2005 I	13,2	19,8	-6,3	7,3	6,9	3,4	7,4	3,6	0,1	13,6	5,7	10,0	8,5
II	12,7	19,5	-6,1	6,9	7,0	3,4	7,9	3,1	-0,7	14,0	4,4	9,4	10,4
III	13,2	19,5	-5,7	6,8	7,0	3,5	8,5	1,4	-1,4	13,9	5,6	10,0	10,3
IV	12,7	20,2	-6,8	7,3	7,1	3,1	7,9	2,3	-1,7	13,6	3,8	9,1	9,7
2006 I	14,5	20,3	-6,3	7,5	7,2	2,7	8,4	1,1	-0,8	13,6	5,4	9,1	9,4
II	13,6	20,2	-6,4	7,6	7,3	3,0	8,1	2,3	-1,5	13,3	1,9	8,2	8,5
III	13,3	20,0	-6,5	7,7	7,4	1,5	8,3	0,7	-1,9	12,9	4,4	8,3	7,3
IV	14,0	19,4	-5,7	7,7	7,3	2,0	8,1	1,4	-0,7	12,6	2,7	8,4	7,4
Japón													
2003	25,4	22,9	3,1	13,2	13,2	2,4	16,9	-5,4	0,2	3,6	0,3	7,0	-0,7
2004	25,8	22,8	3,6	13,6	13,4	4,2	17,8	-0,5	1,0	4,8	3,1	6,8	-1,0
2005	26,4	23,3	3,5	14,4	14,2	6,8	17,1	-4,9	-4,6	4,4	3,0	6,4	1,2
2006	.	24,1	.	.	.	1,6	.	0,4	0,2	.	4,1	0,0	-0,2
2005 I	31,6	25,9	3,7	.	.	10,5	.	-3,5	-1,7	.	-12,3	.	3,0
II	22,3	24,2	3,2	.	.	-15,6	.	-14,0	2,3	.	9,1	.	-6,4
III	24,6	23,6	3,8	.	.	6,2	.	2,0	0,5	.	-3,3	.	3,1
IV	27,0	24,2	3,4	.	.	21,4	.	-9,6	-19,8	.	16,3	.	4,6
2006 I	31,9	23,8	4,2	.	.	8,6	.	-5,0	-3,1	.	-7,6	.	5,2
II	.	23,4	.	.	.	-24,3	.	-15,7	1,2	.	9,8	.	-9,9
III	.	24,3	.	.	.	8,3	.	2,9	-0,1	.	0,2	.	3,9
IV	.	24,7	.	.	.	13,4	.	18,3	2,7	.	13,0	.	0,3

C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C21	Nuevos depósitos a plazo	S38
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C30	Cuenta corriente	S55
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C32	Bienes	S56
C33	Servicios	S56
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C35	Tipos de cambio efectivos	S67
C36	Tipos de cambio bilaterales	S67
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C38	Índices de precios de consumo	S70
C39	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C40	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos 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 del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 11 de abril 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 muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a 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 (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC 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 Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el

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.

sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las

convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro

frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Ru-

sia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 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.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

14 DE ABRIL DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2006

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2006. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre enero y marzo 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: Introducción 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.

- «La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.
- «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.
- «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.
- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.

- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, marzo 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 720 «Real price wage rigidities in a model with matching frictions», por K. Kuester, febrero 2007.
- 721 «Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?», por R. Mestre, febrero 2007.
- 722 «Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach», por F. Smets y R. Wouters, febrero 2007.
- 723 «Asset allocation por penalised least squares», por S. Manganelli, febrero 2007.
- 724 «The transmission of emerging market shocks to global equity markets», por L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher y C. Thimann, febrero 2007.
- 725 «Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the United States and the euro area», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, febrero 2007.
- 726 «Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions», por M. Andersson, febrero 2007.
- 727 «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data», por P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini y H. Stahl, febrero 2007.
- 728 «Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data», por S. Kurri, febrero 2007.
- 729 «Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?», por F. Altissimo, B. Mojon y P. Zaffaroni, febrero 2007.
- 730 «What drives business cycles and international trade in emerging market economies?», por M. Sánchez, febrero 2007.
- 731 «International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: A GVAR analysis of the US manufacturing sector», por P. Hiebert and I. Vansteenkiste, febrero 2007.

- 732 «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», por R. Adalid y C. Detken, febrero 2007.
- 733 «Mortgage interest rate dispersion in the euro area», por C. Kok Sørensen y J.-D. Lichtenberger, febrero 2007.
- 734 «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», por P. Hördahl y O. Tristani, febrero 2007.
- 735 «Market-based compensation, price informativeness and short-term trading», por R. Calcagno y F. Heider, marzo 2007.
- 736 «Transaction costs and informational cascades in financial markets: theory and experimental evidence», por M. Cipriani y A. Guarino, marzo 2007.
- 737 «Structural balances and revenue windfalls: the role of asset prices revisited», por R. Morris y L. Schuknecht, marzo 2007.
- 738 «Commodity prices, money and inflation», por F. Browne y D. Cronin, marzo 2007.
- 739 «Exchange rate pass-through in emerging markets», por M. Ca'Zorzi, E. Hahn y M. Sánchez, marzo 2007.
- 740 «Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration», por J. Brúha y J. Podpiera, marzo 2007.
- 741 «Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants», por J. von Landesberger, marzo 2007.
- 742 «The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: similarities and differences», por D. Gerdesmeier, F. P. Mongelli y B. Roffia, marzo 2007.
- 743 «Credit market and macroeconomic volatility», por C. Mendicino, marzo 2007.
- 744 «International financial linkages of Latin American banks: the effects of political risk and deposit dollarisation», por F. Ramon-Ballester y T. Wezel, marzo 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey 2005», enero 2006.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.
- «Hacia una zona única de pagos para el euro: objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.
- «Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril 2006.
- «TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.
- «Financial Stability Review», junio 2006.
- «Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).

«Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

«Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes en los nuevos Estados miembros participantes», agosto 2006.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«La opinión del Eurosistema sobre una “SEPA para las tarjetas”», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2006.

«The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.

«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.

«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.

«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», mayo 2006.

«TARGET2 – Securities brochure», septiembre 2006.

«The single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», noviembre 2006.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del 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 indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.