



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL JULIO

01 | 2007

02 | 2007

03 | 2007

E ECB EZB EKT EKP

04 | 2007

05 | 2007

06 | 2007

07 | 2007

08 | 2007

09 | 2007

10 | 2007

11 | 2007

12 | 2007



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JULIO 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 4 de julio de 2007.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

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

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

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	36
Producto, demanda y mercado de trabajo	42
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	47

Recuadros

1 Evolución de los activos y pasivos exteriores brutos de las IFM	18
2 Evolución reciente del mecanismo de transmisión de los tipos de interés a las operaciones de las IFM con su clientela en la zona del euro	30
3 La balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro desde la perspectiva del ahorro y de la inversión	51

ARTÍCULOS

Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004	57
Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo	83

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

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes 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 5 de julio 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 decisión del Consejo de Gobierno de aumentar los tipos de interés adoptada el 6 de junio ha corroborado los argumentos que fundamentaron dicha decisión. Asimismo, esta información ha confirmado que las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios continúan sujetas a riesgos al alza. Dado el favorable entorno económico de la zona del euro, la orientación de la política monetaria del BCE es aún acomodaticia, considerando que las condiciones generales de financiación son favorables, que el crecimiento monetario y crediticio es dinámico y que la liquidez en la zona del euro es abundante. De cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. El Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo a la sostenibilidad del crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro.

Comenzando con el análisis económico, los últimos datos y los indicadores de las encuestas más recientes siguen siendo, en general, positivos, lo que respalda la opinión de que la actividad económica de la zona del euro ha mantenido un fuerte ritmo de expansión durante el segundo trimestre del 2007, en línea con el escenario de referencia del Consejo de Gobierno.

De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo para la actividad económica siguen siendo favorables y continúan dándose las condiciones para que la economía de la zona del euro mantenga un ritmo de crecimiento sostenido. 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 intenso. 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 unas condiciones de financiación que siguen siendo, en general, favorables, del incremento acumulado y en curso de los beneficios, de la reestructuración de los balances y de las mejoras realizadas en la eficiencia empresarial durante un prolongado período. A su vez, el consumo debería verse reforzado por la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo continúe mejorando.

Los riesgos para estas perspectivas favorables de crecimiento económico están, en general, equilibrados a corto plazo. A medio y a largo plazo, los riesgos se mantienen a la baja, debido principalmente a factores externos relacionados, sobre todo, con el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo, la preocupación por posibles perturbaciones debidas a desequilibrios mundiales y a posibles cambios en el clima de confianza en los mercados financieros.

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 junio del 2007, sin variación respecto de los meses anteriores. A más largo plazo, el perfil a corto plazo de las tasas de inflación interanuales sigue estando determinado en gran medida por la evolución actual y pasada de los precios de la energía, debido a que la volatilidad que estos precios mostraron el año pasado da lugar a efectos de base significativos. Considerando los precios actuales del petróleo y los precios de los contratos de futuros sobre este producto, que muestran una pendiente ascendente, es probable que las tasas de inflación interanuales descendan ligeramente durante los próximos meses y que hacia finales de este año vuelvan a aumentar significativamente.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios siguen apun-



do al alza y están relacionados principalmente con el ámbito interno. En particular, la intensidad de la utilización de la capacidad productiva en la economía de la zona del euro y la continuada mejora de las condiciones de los mercados de trabajo están generando tensiones que podrían traducirse en una evolución salarial más dinámica de lo esperado. Además, en estas circunstancias, podría aumentar la capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia. Estos factores entrañarían importantes riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Por tanto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades. En particular, los acuerdos salariales deberían mostrar un grado de diferenciación suficiente para tener en cuenta los niveles de competitividad de los precios, el nivel todavía alto del desempleo en muchas economías y la evolución de la productividad en los distintos sectores. El Consejo de Gobierno subraya la importancia de evitar una evolución salarial que pudiera traducirse en presiones inflacionistas e influir negativamente sobre el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. Además, existen riesgos al alza para la estabilidad de precios procedentes de incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos, así como de la posible introducción de un sesgo procíclico en la política fiscal de algunos países. Por último, en cuanto al entorno exterior, los riesgos alcistas se relacionan con la posibilidad de nuevas subidas inesperadas de los precios del petróleo.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. La tendencia de la expansión monetaria sigue siendo dinámica, en un contexto de abundante liquidez. La fortaleza de la expansión monetaria se refleja en el mantenimiento del rápido crecimiento de M3, cuya tasa interanual se situó en mayo en el 10,7%, y en la persistencia de los elevados niveles de crecimiento del crédito. La elevada tasa de expansión monetaria y crediticia refleja, en parte, las favorables condiciones de financiación y la solidez del crecimiento económico.

A la hora de identificar y evaluar las tendencias subyacentes de la expansión del dinero y del crédito relevantes para la política monetaria, es impor-

tante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo y de los efectos de las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos, así como de factores externos que pudieran ser de naturaleza temporal. Adoptando esta perspectiva, existen diversos indicios de que la subida de los tipos de interés a corto plazo está influyendo en la evolución monetaria, aunque hasta ahora no ha contenido significativamente la fortaleza de la tasa de expansión del dinero y del crédito. Por ejemplo, los incrementos de los tipos de interés a corto plazo han contribuido a una moderación de la expansión del agregado monetario estrecho M1 durante los últimos trimestres. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado ha mostrado signos de estabilización desde mediados del 2006, aunque se mantiene en cifras de dos dígitos. La estabilización del crecimiento del crédito está adquiriendo un carácter más generalizado, lo que se refleja en la evolución del crédito concedido tanto a las sociedades no financieras como a los hogares. En el caso de los hogares, la estabilización del crecimiento de los préstamos refleja también una cierta moderación de la evolución del precio de la vivienda, aunque, en promedio, el crecimiento de los precios residenciales sigue siendo elevado en la zona del euro.

Teniendo en cuenta la continuada fortaleza de la expansión monetaria y crediticia, existen claros indicios de riesgos al alza para la estabilidad de precios en horizontes temporales a medio y a largo plazo. Tras varios años de intenso crecimiento monetario, la situación de liquidez en la zona del euro continúa siendo abundante. En este contexto, la evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, sobre todo, en un entorno de expansión de la actividad económica y de continuidad del fuerte dinamismo del mercado inmobiliario.

En síntesis, a la hora de evaluar las tendencias de los precios, resulta importante hacer abstracción de la volatilidad a corto plazo de las tasas de inflación. El horizonte temporal relevante para la política monetaria es el medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo siguen apuntando al alza, y se relacionan, sobre todo, con el ámbito interno. Dado que la capacidad de utilización es elevada y que continúa la

positiva evolución de los mercados de trabajo, están surgiendo tensiones que podrían traducirse, en particular, en una evolución de los salarios y de los márgenes más dinámica de lo esperado. Considerando el vigor del crecimiento monetario y crediticio, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya abundante, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de todos los factores a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. De cara al futuro, actuar con firmeza en el momento oportuno resulta esencial para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo.

En cuanto a la política fiscal, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación las presiones que están surgiendo en algunos países tendentes a la relajación de los objetivos de saneamiento presupuestario previamente acordados. En el actual entorno general de condiciones económicas favorables, resulta imperativo que todos los gobiernos cumplan las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento referidas al saneamiento presupuestario en períodos de bonanza económica y que todos los países que aún presentan desequilibrios respeten los compromisos contraídos en la reunión del Eurogrupo celebrada en Berlín el 20 de abril de 2007. Como se acordó en esta reunión, aprovechar la favorable situación cíclica permitiría a la mayoría de los países de la zona del euro lograr sus objetivos a medio plazo en el 2008 o el 2009, y todos ellos deberían alcanzar sus objetivos en el 2010 a más tardar. Estos compromisos deberían reflejarse en los planes presupuestarios para el 2008 a fin de evitar que se repita el fracaso de los gobiernos de lograr posiciones presupuestarias equilibradas en períodos de bonanza económica. Asimismo, el Consejo de Gobierno celebra el interés mostrado por el Consejo ECOFIN en relación con las medidas encaminadas a mejorar la calidad y la eficiencia de las finanzas públicas.

Por lo que se refiere a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno apoya plenamente todas las medidas destinadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de productos, laborales y financieros. En el contexto de las Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo, los Estados miembros de la UE notaron que el buen funcionamiento del Mercado Interior sigue siendo la clave de la estrategia de Lisboa y que las cuatro libertades reforzarán la competitividad de la Unión Europea. En consecuencia, la culminación del Mercado Único constituye una prioridad para los Estados miembros, en particular, en lo que se refiere al avance de la integración de los mercados financieros, la consecución de una competencia efectiva en el mercado energético y la aplicación de la Directiva de Servicios. El incremento de la competencia en los mercados y la reducción de las barreras transfronterizas resultan beneficiosos para los consumidores, puesto que se traducen en descensos de los precios y en un abanico más amplio de productos. Para las empresas, conllevan niveles más altos de eficiencia, un mayor dinamismo y una mejora de la capacidad para enfrentarse a las perturbaciones económicas y a los retos y oportunidades que supone la globalización. El principio de «una economía de mercado abierto con libre competencia» resulta crucial para fomentar el crecimiento económico y la creación de empleo a largo plazo, incrementando la resistencia de la zona del euro ante perturbaciones económicas y favoreciendo el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona. Esto fue confirmado en la última reunión del Consejo Europeo, en la que los líderes europeos acordaron, en el contexto de la Conferencia Intergubernamental, un nuevo protocolo anexo a los Tratados, en cuyo texto se subraya el hecho de que un Mercado Interior que incluya un mecanismo que impida la distorsión de la competencia es indispensable para el buen funcionamiento de la economía de los países de la UE.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primer artículo describe e interpreta la evolución monetaria desde mediados del año 2004. En el segundo artículo se examinan las principales características estructurales y la evolución económica reciente de grandes países exportadores de petróleo.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial sigue siendo dinámica, impulsada especialmente por el sólido crecimiento de los mercados emergentes. Aunque las variaciones de los precios de las materias primas continúan influyendo en la evolución de los precios mundiales, la inflación medida por los precios de consumo se ha mantenido, en general, relativamente estable. Los riesgos para las perspectivas económicas, a escala mundial, tienen su origen en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, en la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación ante una evolución posiblemente desordenada como consecuencia de los desequilibrios económicos mundiales y en un posible cambio en el clima de confianza en los mercados financieros.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En general, la actividad económica mundial sigue siendo dinámica, impulsada especialmente por el sólido crecimiento de los mercados emergentes. Aunque la actividad industrial ha tendido a reducirse, en los países de la OCDE no pertenecientes a la zona del euro continuó creciendo a un ritmo relativamente vigoroso en el primer trimestre del 2007. Además, los indicadores recientes señalan un repunte tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, de lo que se deduce que la economía mundial podría revitalizarse en el segundo trimestre.

Aunque las variaciones de los precios de las materias primas continúan influyendo en la evolución de los precios mundiales, la inflación medida por los precios de consumo se ha mantenido, en general, relativamente estable. En mayo del 2007, la inflación general, medida por los precios de consumo, se estabilizó en los países de la OCDE en su nivel de abril. Además, las medidas de la inflación que excluyen los alimentos y la energía se mantuvieron en niveles relativamente moderados. La evidencia de las encuestas sobre los precios de los consumos intermedios sugiere, no obstante, que las presiones de los costes se intensificaron ligeramente en junio, como consecuencia del dinamismo de los precios mundiales de las materias primas.

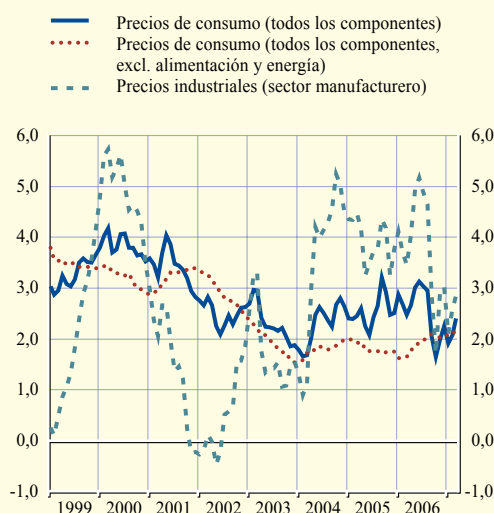
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica experimentó una acusada desaceleración en el primer trimestre del 2007, mientras que la inflación se mantuvo en niveles ligeramente elevados. De acuerdo con las últimas estimaciones, el crecimiento del PIB real se redujo al 0,7% en tasa intertrimestral anualizada, desde el 2,5% registrado en el cuarto trimestre del 2006. Esta acusada desaceleración fue consecuencia de la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta y de las existencias. Además, la inversión residencial siguió representando un gran lastre para el crecimiento económico. El consumo respaldó el crecimiento del producto.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en mayo del 2007 la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo en niveles un tanto elevados, creciendo hasta el 2,7% como consecuen-

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

cia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y los alimentos. No obstante, las presiones inflacionistas, medidas por la inflación interanual de precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se moderaron al 2,2%. La desaceleración en el mercado de la vivienda ha contribuido sensiblemente a esta moderación de la inflación subyacente medida por el IPC, ya que especialmente la inflación de los alquileres equivalentes de los propietarios ha experimentado un descenso en los últimos meses.

El 28 de junio 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 con firmeza en el primer trimestre del 2007, mientras que la inflación se ha mantenido en niveles moderados. Según indica la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8%, más baja que la registrada en el trimestre anterior (1,3%). El crecimiento del PIB se vio favorecido por la aceleración de las exportaciones, así como por el renovado dinamismo del gasto en consumo, pero la inversión empresarial experimentó una notable desaceleración durante el trimestre, con un crecimiento de sólo el 0,3%, frente al 2,7% registrado en el último trimestre del 2006.

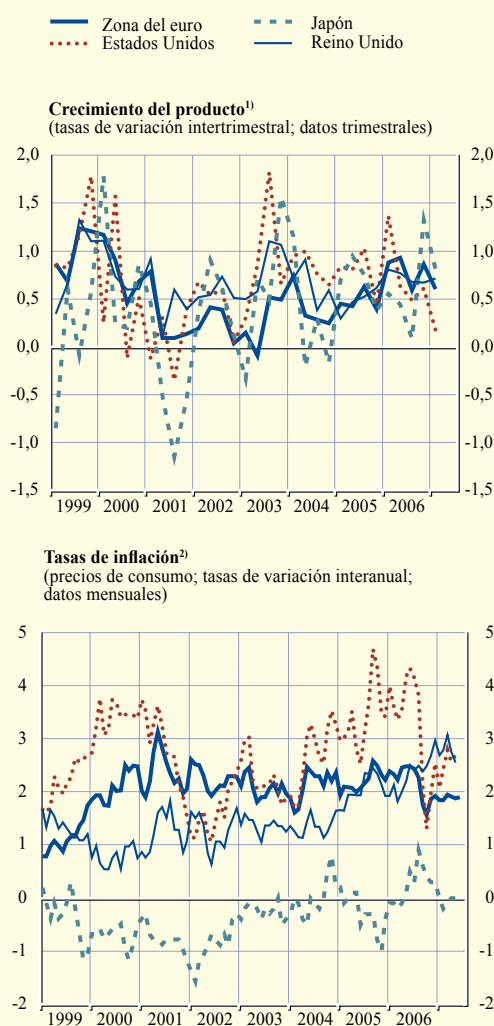
Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación se ha mantenido en niveles moderados. En mayo del 2007, la tasa de variación interanual del IPC general fue del 0,0%, la misma que en abril, mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, se redujo en tasa interanual al mismo ritmo que en el mes anterior (-0,1%). La contribución negativa de numerosas partidas, especialmente los bienes de consumo duradero y los alquileres de las viviendas privadas y los alquileres imputados, siguieron atenuando la inflación interanual.

En su reunión de 14 de junio de 2007, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,5%, el tipo oficial de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento económico siguió siendo vigoroso y relativamente estable en el primer trimestre del 2007. El PIB real creció un 0,7% en tasa intertrimestral, cifra ligeramente inferior a la

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

del trimestre anterior. Los principales factores determinantes del crecimiento fueron el consumo privado y la formación bruta de capital fijo, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue neutral. En mayo del 2007, las ventas del comercio al por menor apuntaban a un dinámico crecimiento del gasto de los hogares, mientras que las encuestas indicaban un nuevo fortalecimiento de las intenciones de inversión y a una demanda exterior sostenida.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en mayo del 2007 la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se redujo hasta el 2,5%, desde el 2,8% registrado en abril, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de los servicios de agua, gas y electricidad y de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en el 1,9%.

El 5 de julio, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió elevar en 25 puntos básicos, hasta el 5,75%, el principal tipo de interés oficial.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE que no pertenecen a la zona del euro, el producto ha seguido registrando un sólido crecimiento, principalmente como resultado de la demanda interna sostenida. La inflación evolucionó de forma diferenciada según los países en mayo del 2007.

En Dinamarca, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,5% en el primer trimestre del 2007, mientras que, en Suecia, experimentó una desaceleración, hasta el 0,6%. En ambos casos, la demanda interna siguió siendo el principal factor determinante de la actividad económica. La inflación medida por el IAPC continuó siendo moderada en los dos países, manteniéndose en mayo en el 1,7% en Dinamarca y reduciéndose hasta el 1,2% en Suecia. El 6 de junio, el Danmarks Nationalbank elevó su principal tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta el 4%, y el 19 de junio, el Sveriges Riksbank siguió sus pasos, elevando su principal tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta el 3,5%.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), el crecimiento del producto siguió siendo, en general, vigoroso en el cuarto trimestre del 2007, aunque continuó desacelerándose ligeramente en Hungría. En la República Checa, Polonia y Rumanía, la demanda interna fue el principal factor determinante del crecimiento del PIB real, mientras que, en Hungría, dicho crecimiento estuvo impulsado por la demanda exterior neta. En cuanto a la evolución de los precios, en mayo del 2007 la inflación interanual medida por el IAPC se redujo un tanto en la República Checa y Hungría, y aumentó ligeramente en Polonia y Rumanía. En los cuatro países se mantuvieron las notables diferencias en los niveles de inflación. La República Checa y Polonia registraron las tasas de inflación más bajas (2,2% y 2,4%, respectivamente), mientras que en Rumanía, fue del 3,7%. La tasa de inflación más elevada se registró en Hungría (8,2%), como consecuencia, principalmente, de un fuerte aumento de los impuestos indirectos, que forma parte de la batería de medidas de saneamiento de las finanzas públicas. El 25 de junio, el Magyar Nemzeti Bank y la Banca Națională a României redujeron sus principales tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 7,75% y el 7%, respectivamente. Ambas decisiones reflejaron una mejora de las perspectivas de inflación. Por el contrario, el 27 de junio el Narodowy Bank Polski elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%, en vista de la inquietud ante un gradual incremento de las presiones inflacionistas.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica prosiguió su expansión a un ritmo vigoroso, especialmente en China e India. Las presiones inflacionistas repuntaron de nuevo en China, pero se moderaron en otras grandes economías de la región, como Corea e India.

Concretamente en China, la actividad económica siguió siendo sostenida, y la inversión y la demanda exterior neta se mantienen como los principales factores determinantes del crecimiento, en consonancia con las tendencias recientes. En mayo del 2007, el crecimiento de la producción industrial y la inversión en activos fijos aumentaron, en tasa interanual, en un 18,1% y un 27,5%, respectivamente. Como resultado de un repunte del crecimiento de las exportaciones y de una moderación del crecimiento de las importaciones, el superávit comercial continuó aumentando, con lo que el superávit acumulado de enero a mayo del 2007 se elevó hasta 85,8 mm de dólares estadounidenses, un incremento del 85% en comparación con el mismo período del año anterior. La solidez de la actividad económica estuvo acompañada de un repunte de las presiones inflacionistas. En mayo, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, ascendió hasta el 3,4%, desde el 3% registrado en abril, siendo los precios de los alimentos el principal factor determinante de la subida.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió siendo sólida, aunque prevalece un cierto grado de heterogeneidad en el comportamiento de las principales economías en materia de crecimiento. En Brasil, en el primer trimestre del 2007 el PIB real creció a una tasa interanual del 4,3%, mientras que el crecimiento de la producción industrial ascendió hasta el 6%, en tasa interanual, en abril. En mayo, la inflación interanual se situó en el 3,2%. El 6 de junio, el Banco Central do Brasil redujo su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 12%. En Argentina, en el primer trimestre del 2007 el PIB real creció un 8%, en tasa interanual, y el crecimiento de la producción industrial se incrementó un 6,4% en mayo, también en tasa interanual. La inflación, medida por los precios de consumo, siguió siendo elevada en mayo, situándose en una tasa interanual del 8,8%. En México, la producción industrial creció hasta el 1,6%, en tasa interanual, en abril, tras haberse mantenido prácticamente estable en los dos meses anteriores, mientras que la inflación interanual no experimentó variación y permaneció en el 4%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del Brent siguieron aumentando gradualmente en junio del 2007, en un entorno de considerable volatilidad, situándose en promedio en 70,3 dólares estadounidenses el barril. Tras una cierta moderación hacia finales de junio, los precios del crudo repuntaron a principios de julio y alcanzaron máximos no registrados desde el verano pasado. El 4 de julio, el precio del barril de Brent se situaba en 72,6 dólares estadounidenses, aproximadamente un 20% por encima de los niveles observados a primeros de año, pero todavía alrededor de un 7% por debajo del máximo histórico registrado en agosto del 2006. El aumento de la demanda y la inquietud respecto a posibles perturbaciones en la producción fueron los principales factores determinantes de la evolución de los precios del petróleo, que causaron notables fluctuaciones en el corto plazo. El conflicto civil en Nigeria (al que hay que sumar la reciente amenaza de una huelga nacional en la que participan las organizaciones sindicales del sector petrolero), las permanentes restricciones en las refinerías de Estados Unidos y el agravamiento de las tensiones en Oriente Medio han contribuido a intensificar la preocupación de los mercados respecto a posibles interrupciones de los suministros de petróleo, presionando al alza los precios. Además, en su informe más reciente sobre el mercado del petróleo, la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza su estimación del crecimiento de la demanda mundial de crudo para el 2007, elevando sus proyecciones sobre la demanda de petróleo producido por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Sin embargo, la OPEP no tiene previsto actualmente incrementar sus niveles de producción antes de la reunión que celebrará en septiembre. De cara al futuro, se prevé que, como consecuencia del aumento de la demanda mundial y de la reducida capacidad excedente de producción los precios se mantengan en niveles relativamente altos y que sigan siendo sensibles a los cambios en el entorno exterior.

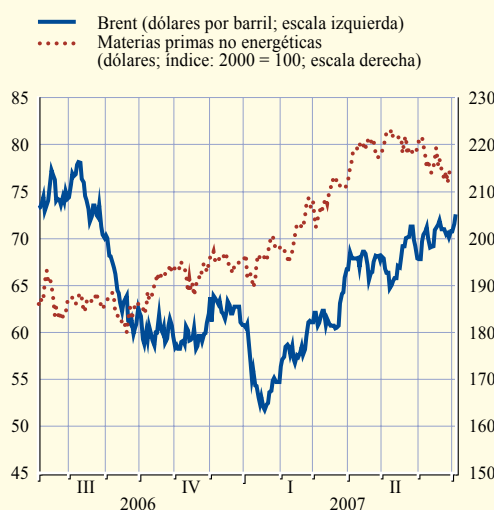
Tras los acusados incrementos observados en los últimos meses, los precios de las materias primas no energéticas se redujeron ligeramente en junio, pero se mantienen en niveles muy elevados. Esta evolución refleja, principalmente, un descenso de los precios de las materias primas industriales, en particular de los metales, que se compensó, en parte, con una subida de los precios de los alimentos. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de junio, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas del entorno exterior y, por lo tanto, de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo favorables. Aunque la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE de abril sugiere que se produjo una nueva moderación de la expansión económica en los países que integran esta organización, el comportamiento de las economías de Estados Unidos, Canadá y Reino Unido mejoró. Además, los últimos datos disponibles sobre las principales economías no pertenecientes a la OCDE apuntan a que continuará la expansión firme y sostenida en China, India y Brasil.

Los riesgos para las perspectivas económicas, a escala mundial, tienen su origen en el temor a una intensificación de las presiones proteccionistas, en la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios del petróleo, en la preocupación ante una evolución posiblemente desordenada como consecuencia de los desequilibrios económicos mundiales y en un posible cambio en el clima de confianza en los mercados financieros.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa subyacente de expansión monetaria de la zona del euro continuó siendo elevada en mayo. Esto quedó reflejado en el intenso crecimiento interanual de M3, que en el citado mes se situó en una tasa del 10,7%, y en el todavía rápido crecimiento del crédito. No obstante, el crecimiento de M1 siguió moderándose, confirmando que las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE han influido en la evolución monetaria en los últimos meses. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M3 se ha visto estimulado por el hecho de que la curva de rendimientos de la zona del euro todavía es relativamente plana y por el marcado interés por activos financieros de la zona por parte de no residentes. En este contexto, el intenso crecimiento de M3 debe valorarse con cautela. Con todo, en un entorno de abundancia de liquidez, la dinámica monetaria subyacente apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un período de mejora de la actividad económica.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

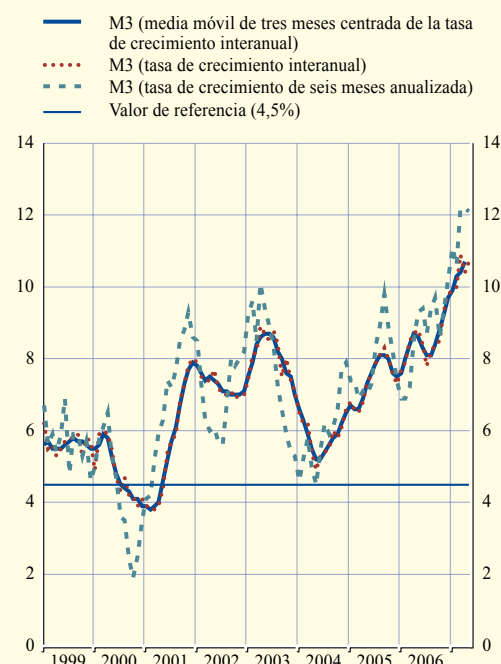
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 10,7% en mayo del 2007, desde el 10,4% del mes precedente. Este incremento es reflejo de una elevada tasa de crecimiento intermensual, del 1%, en comparación con un crecimiento algo más moderado, del 0,5% en abril, y con el máximo histórico del 1,7% alcanzado en marzo. Ciertamente, la pronunciada tasa de mayo es similar a la tasa media de crecimiento intermensual observada en el período transcurrido desde finales del 2006. La reciente fortaleza de la expansión monetaria también es evidente en la evolución a corto plazo de este agregado monetario, medida por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que se mantuvo bastante por encima de la tasa de crecimiento interanual (véase gráfico 4).

Los datos de mayo sobre la evolución monetaria y crediticia confirman la valoración de meses anteriores de que el progresivo alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria desde diciembre del 2005 ha influido en la evolución monetaria. Del lado de los componentes, las subidas de los tipos de interés han incrementado el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, moderando con ello la dinámica de M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario estrecho se sitúa bastante por debajo de las tasas de crecimiento de otros importantes componentes de M3. En cuanto a las contrapartidas, el impacto de los aumentos de los tipos de interés es evidente en la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado de la zona del euro desde el otoño del 2006, aunque todavía se registran tasas de dos dígitos.

Las subidas de los tipos de interés a corto plazo han estimulado también la demanda de algunos activos monetarios, principalmente la de los depósitos a corto plazo y la de los instrumentos nego-

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

ciables, ya que la remuneración que se ofrece actualmente por estos instrumentos es similar a la de activos a largo plazo no incluidos en M3, como consecuencia del aplanamiento de la curva de rendimientos. El aumento de la inclinación de la pendiente de esta curva en abril y mayo no ha invertido esta mayor demanda de M3-M1, ya que es probable que los inversores se inclinen por activos monetarios mientras se ajustan los precios de los valores a largo plazo.

Si se adopta una perspectiva a medio y a largo plazo, adecuada para valorar las tendencias del crecimiento monetario y crediticio, y se considera la volatilidad a corto plazo y el impacto de los cambios en la estructura de rendimientos, los datos más recientes siguen apuntando a una intensa evolución monetaria subyacente que conlleva riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, particularmente en un contexto de abundancia de liquidez y de mejora de la actividad económica.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo ligeramente en mayo, hasta el 6,1%, desde el 6,3% de abril, como consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta el 13,7% en mayo, frente al 12,4% de abril. Esto se debió al repunte de la tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la tasa de variación interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se tornó más negativa. Los depósitos a corto plazo continúan siendo relativamente atractivos, ya que su remuneración ha aumentado en los últimos dieciocho meses, una evolución acorde, en general, con la subida de los tipos de mercado a corto plazo, ampliando con ello el diferencial entre la remuneración de estos instrumentos y la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo.

En líneas más generales, la actual fortaleza de la demanda de instrumentos incluidos en M3, pero no en M1, es atribuible a su atractivo frente al de activos financieros a más largo plazo que no forman parte

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Abr	2007 May
M1	46,4	9,8	7,6	6,7	6,8	6,3	6,1
Efectivo en circulación	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,5	9,6
Depósitos a la vista	39,1	9,5	7,0	5,9	6,1	5,5	5,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,6	8,5	9,5	11,1	11,9	12,4	13,7
Depósitos a plazo hasta dos años	19,7	15,3	19,7	25,2	29,5	31,2	34,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,9	3,8	2,4	1,1	-0,8	-2,0	-2,3
M2	85,0	9,2	8,4	8,6	9,0	9,0	9,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	5,6	6,4	11,2	16,3	19,2	18,8
M3	100,0	8,6	8,1	9,0	10,0	10,4	10,7
Crédito a residentes en la zona del euro		9,5	9,2	8,8	7,9	7,5	8,2
Crédito a las Administraciones Públicas		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-5,6	-3,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,2	-0,6	-0,4	-1,3	-1,5	-0,9
Crédito al sector privado		11,8	11,9	11,9	11,0	10,7	10,9
Préstamos al sector privado		11,2	11,2	11,2	10,5	10,3	10,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,7	8,5	9,0	9,9	9,9	9,9

Fuente: BCE.

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

de M3. En particular, dado el relativo aplanamiento actual de la curva de rendimientos de la zona del euro, estos instrumentos ofrecen mayor liquidez a un coste de oportunidad reducido en términos de rentabilidad. Aunque esta curva aumentó ligeramente su inclinación en abril y mayo, puede que ello no se haya traducido en una moderación de la demanda de instrumentos negociables incluidos en M3, ya que no es probable que los inversores se inclinen por instrumentos a más largo plazo fuera de M3 mientras continúa el ajuste de los precios de estos instrumentos.

Es posible que, actualmente, las participaciones en fondos del mercado monetario sean especialmente atractivas para los inversores institucionales, ya que los fondos con las rentabilidades más elevadas superan el tipo de interés de referencia del mercado monetario, y las elevadas tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3 pueden deberse a que la mayor parte de este tipo de valores se emite a tipos de interés variables y, por tanto, permite que los inversores se beneficien de las subidas de los tipos de interés que se producen antes de la fecha de 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 este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) se incrementó en mayo, un aumento que se debió principalmente al fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual de las tenencias de los hogares y de otros intermediarios financieros no monetarios (excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras no registró variaciones con respecto al mes precedente.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, el aumento del crecimiento interanual de M3 registrado en mayo es consecuencia de la mayor expansión del crédito total concedido a residentes en la zona del euro. A su vez, esta evolución tuvo su origen en la fuerte demanda de valores de las Administraciones Públicas y del sector privado por parte de las IFM en mayo, más que en un incremento de los préstamos concedidos. En particular, las considerables adquisiciones de valores del sector público se produjeron después de un

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Abr	2007 May
Sociedades no financieras	42,1	11,0	12,0	13,0	12,9	12,2	12,6
Hasta un año	29,5	8,4	9,2	10,3	9,5	8,9	9,8
De uno a cinco años	18,9	15,8	19,0	20,5	19,9	18,9	19,5
Más de cinco años	51,5	11,0	11,3	12,0	12,4	11,9	11,9
Hogares²⁾	48,5	9,7	9,3	8,6	8,1	7,6	7,4
Crédito al consumo ³⁾	12,8	8,2	8,5	8,0	7,1	6,9	5,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,1	12,0	11,2	10,2	9,4	8,6	8,6
Otras finalidades	16,1	2,1	2,3	2,7	3,2	3,8	3,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,1	41,2	36,8	29,1	27,8	20,2	25,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,2	19,0	17,3	16,4	12,3	16,3	14,5

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.

período de trece meses consecutivos de ventas de estos valores por las IFM.

No obstante, el crecimiento de los préstamos al sector privado siguió siendo el principal factor determinante de la elevada tasa de crecimiento interanual de M3. Como consecuencia del impacto de las subidas de los tipos de interés, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se ha estabilizado en los últimos meses, interrumpiendo la tendencia al alza observada entre el 2004 y mediados del 2006. No obstante, los préstamos al sector privado continuaron creciendo a una tasa vigorosa, del 10,3%, en mayo.

El hecho de que la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no se haya modificado oculta una evolución divergente de los hogares y de las sociedades no financieras. En el caso de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos continuó moderándose y se situó en el 7,4% en mayo, desde el 7,6% de abril (véase cuadro 2). La progresiva tendencia a la baja observada en la dinámica del endeudamiento de los hogares desde la primavera del 2006 es acorde con la moderación del crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado, pero también del gradual aumento de los tipos de interés de los préstamos y créditos. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se redujo hasta el 5,9% en mayo, desde el 6,9% de abril.

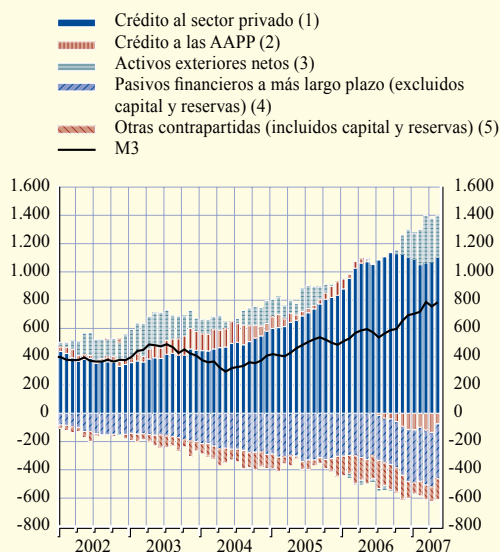
Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se incrementó hasta el 12,6% en mayo, desde el 12,2% de abril. La persistente e intensa demanda de préstamos por parte de este sector debe considerarse en el contexto de la actual fortaleza de la actividad económica y de unas condiciones de financiación que todavía son relativamente favorables, pero también en el marco de la necesidad de financiar operaciones financieras como las fusiones y adquisiciones y las operaciones de recompra con apalancamiento financiero.

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) continuó siendo elevada en mayo, del 9,9%, sin variaciones con respecto a abril. La mayor demanda de depósitos a más largo plazo se vio compensada por una demanda algo más moderada de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM.

La evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM fue el principal factor impulsor del fortalecimiento de la evolución monetaria a finales del 2006 y principios del 2007. En marzo, los flujos interanuales de los activos exteriores netos se situaron en 335 mm de euros, un nivel sin precedentes desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, en 1999. Esta trayectoria fue atribuible a los acusados incrementos simultáneos de las posiciones acreedora y deudora brutas (véase recuadro 1). En abril y mayo, estos considerables flujos interanuales de los activos exteriores netos se moderaron ligeramente (véase gráfico 5), como consecuencia de las salidas de capital registradas esos dos meses. No obstante, las salidas netas no modifican la opinión de que entre los inversores financieros predomina un

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.

clima positivo, en general, en lo que respecta a la inversión financiera en la zona del euro, asociado a las favorables perspectivas económicas.

En general, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 han influido en la dinámica monetaria, algo que es evidente en la relativamente contenida contribución de M1 al crecimiento de M3 y en la moderación del crecimiento de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, la evolución monetaria subyacente ha continuado siendo vigorosa, como quedó reflejado en el persistente y robusto crecimiento de M3. Sin embargo, dado que la pendiente de la curva de rendimientos de la zona del euro todavía es relativamente plana, y considerando la evolución de los mercados financieros internacionales, el intenso crecimiento del agregado monetario amplio debe considerarse con cautela.

Recuadro I

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES BRUTOS DE LAS IFM

Las considerables entradas de capital registradas en la zona del euro a finales del 2006 y principios del 2007 incrementaron los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM con gran rapidez, hasta alcanzar un récord de 335 mm de euros en marzo del 2007, frente a unas salidas marginales en septiembre del 2006. Estas variaciones de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM pueden valorarse desde diferentes perspectivas. Por ejemplo, es posible considerar si las entradas de capital proceden de las adquisiciones de activos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona, de las ventas de activos exteriores por parte de residentes, o si tienen su origen en transacciones con instrumentos de renta fija, con valores de renta variable, o en inversiones de otro tipo¹. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM desde la perspectiva de la dinámica de las posiciones acreedoras y deudoras brutas subyacentes frente al exterior.

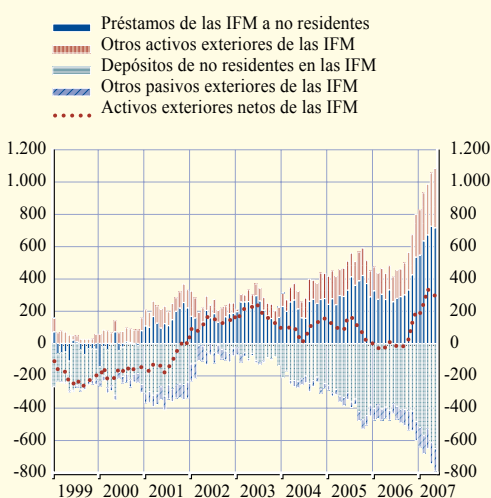
Los activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro comprenden los préstamos concedidos a no residentes en la zona, los valores emitidos por no residentes (valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones) que mantienen las IFM residentes en la zona, y algunas partidas por importes poco significativos como el efectivo en divisas o el oro. Los pasivos exteriores de este sector incluyen los depósitos de no residentes en las IFM de la zona del euro, así como las tenencias de fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM que obran en poder de no residentes. Los activos y pasivos exteriores de las IFM de la zona incluyen también los cambios generados por las operaciones del Eurosistema, pero su impacto ha sido relativamente moderado en los últimos años.

En el gráfico A se muestra que la mayor contribución a los flujos interanuales de los activos exteriores brutos de las IFM suele proceder de los préstamos a no residentes, mientras que, del lado de los pasivos, tiene su origen en las tenencias de depósitos de no residentes. Con frecuencia, estas series registran un crecimiento paralelo, ya que los préstamos concedidos a no residentes tienen como contrapartida los depósitos creados por las IFM para ellos. Lo mismo es de aplicación a otra modalidad de crédito otorgado a los no residentes, consistente en que las IFM de la zona del euro adquieren valores extranjeros a no residentes y les compensan creando depósitos bancarios. En ambos casos, únicamente las posiciones acreedoras y deudoras brutas frente al exterior de las IFM se modifican, mientras que la posición acreedora neta no experimenta variaciones. Esta última cambiará si los no residentes utilizan sus depósitos para comprar activos de los sectores tenedores

¹ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM» en el Boletín Mensual de julio del 2005 y el artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del 2004» en este Boletín Mensual.

Gráfico A Activos y pasivos exteriores de las IFM

(flujos interanuales; mm de euros)

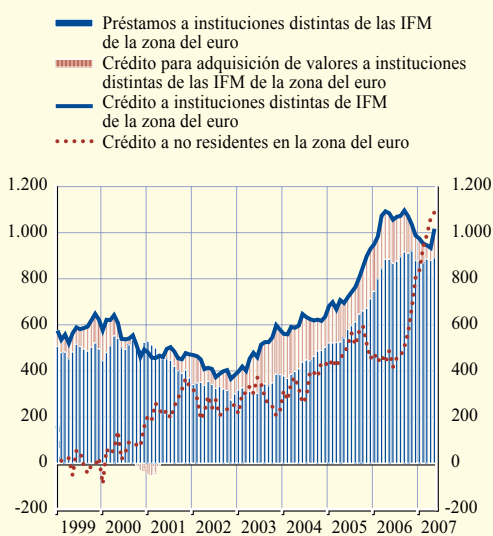


Fuente: BCE.

Nota: Los pasivos de las IFM se muestran con signo invertido.

Gráfico B Crédito de las IFM a residentes y a no residentes en la zona del euro

(flujos interanuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

de dinero de la zona del euro, lo que se traduce en una disminución de los pasivos exteriores de las IFM y a un incremento de los activos exteriores netos. Estos activos también aumentan si las IFM adquieren valores extranjeros a los sectores tenedores de dinero de la zona del euro en lugar de a no residentes, ya que los activos exteriores registran un ascenso pero los pasivos exteriores permanecen invariables.

A este respecto, la evolución conjunta de los activos y pasivos exteriores brutos y netos que se muestra en el gráfico A pone de manifiesto diferentes episodios en el período transcurrido desde 1999. Durante el auge de la nueva economía a finales de la década de los noventa, las considerables salidas de capital de la zona del euro –impulsadas, principalmente, por las operaciones de fusión y adquisición en Estados Unidos por parte de residentes en la zona– dieron lugar a unos flujos interanuales de los activos exteriores netos muy negativos, que alcanzaron un máximo de más de 200 mm de euros a mediados de 1999. En términos de las posiciones brutas subyacentes, este máximo fue reflejo, fundamentalmente, de los flujos de los pasivos exteriores, esto es, depósitos de las IFM de la zona del euro creados para no residentes a cambio de los valores que estos últimos vendieron a residentes en la zona del euro, mientras que los flujos de los activos exteriores fueron, en general, muy reducidos. En cambio, el período de mayor incertidumbre mundial observado entre el 2001 y mediados del 2003 condujo a la situación opuesta: los flujos interanuales de los activos exteriores netos volvieron a aumentar hasta registrar un máximo, en esta ocasión positivo, de más de 200 mm de euros a mediados del 2003. Este nivel máximo fue consecuencia, esencialmente, de los significativos flujos de los activos exteriores, mientras que los registrados en los pasivos exteriores fueron limitados, en líneas generales.

Los elevados flujos interanuales positivos de los activos exteriores netos observados desde finales del 2006 son totalmente diferentes a los observados en los dos episodios anteriores, ya que ocultan intensos flujos tanto de activos como de pasivos exteriores de las IFM de la zona del euro. Esta expansión simultánea del crédito concedido por las IFM a no residentes y de los depósitos mantenidos por éstos en IFM de la zona del euro se inició a mediados del 2004. Además de la concesión de préstamos y de la adquisición de activos extranjeros a no residentes por parte de las IFM, otros dos factores podrían haber contribuido al aumento simultáneo de los activos y de los pasivos exteriores de las IFM. Algunos fondos del mercado monetario residentes únicamente operan en nombre de sociedades matrices de fuera de la zona, recibiendo sus fondos del mercado de origen de la matriz, pero invirtiéndolos también de nuevo en ese mercado. Esto hace que su actividad únicamente aparezca en los activos y pasivos exteriores del balance consolidado del sector de las IFM de la zona del euro. Además, la integración financiera en Europa, donde las IFM de la zona del euro han reorganizado en parte la gestión de los activos y pasivos de las filiales que operan fuera de la zona, también puede haber contribuido al incremento paralelo de las posiciones brutas frente al exterior del sector de las IFM.

Para apreciar la magnitud de los recientes flujos interanuales del crédito concedido por las IFM a no residentes, se puede comparar con la de los flujos del crédito otorgado por éstas a residentes en la zona del euro (el sector privado y las Administraciones Públicas). El gráfico B muestra que, a principios del 2007, ambos flujos interanuales eran de magnitud más o menos similar y ascendían a unos 1.000 mm de euros². Esto nunca sucedió durante el período analizado, en el que el crédito a los no residentes se incrementó, en general, a un ritmo más lento que el otorgado a los sectores de la zona. Dos factores podrían haber contribuido a este reajuste de la cartera de créditos de las IFM desde el segundo semestre del 2006. En primer lugar, la subida de los tipos de interés en la zona del euro ha moderado la demanda de préstamos del sector privado de la zona. En segundo lugar, las favorables perspectivas económicas de la zona han intensificado la demanda de valores distintos de acciones de la zona por parte de no residentes, y es posible que las IFM hayan facilitado la adquisición de estos valores mediante la concesión de préstamos a éstos. En este contexto, el sector de las IFM ha sido un destacado vendedor de valores distintos de acciones a no residentes, desprendiéndose de volúmenes considerables de sus tenencias de valores públicos y, con ello, han contribuido a la ralentización del crecimiento del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro que se muestra en el gráfico B.

En general, el aumento de los flujos interanuales de los activos exteriores netos de las IFM hasta los considerables niveles observados desde finales del 2006 fue algo inaudito en el período transcurrido desde 1999, en el sentido de que ocultaba fuertes incrementos simultáneos de las posiciones acreedoras y deudoras brutas subyacentes. Es obvio que las posiciones brutas más elevadas conllevan la posibilidad de que importantes volúmenes de liquidez se muevan con rapidez, lo que podría dar lugar a variaciones significativas en la magnitud y en la dirección de los flujos de los activos exteriores netos de las IFM. No obstante, al valorar sus consecuencias para el análisis monetario, se ha de tener presente que las modificaciones en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM no necesariamente causan también un impacto sobre el agregado monetario amplio M3 si, por ejemplo, se compensan con cambios en el crédito concedido por este sector a residentes en la zona del euro o en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM³.

2 Esto no debe interpretarse como que indica que las actividades crediticias de las IFM de la zona del euro estén divididas a partes iguales entre actividades internas y externas, ya que el crédito interno incluiría también los préstamos interbancarios, que no figuran en el balance consolidado de las IFM. Los flujos interanuales de estos préstamos ascendían a algo más de 400 mm de euros en los últimos meses.

3 Por ejemplo, si una IFM de la zona del euro vende deuda pública a no residentes, el crédito interno y los pasivos exteriores de este sector disminuirían al mismo tiempo. En consecuencia, los activos exteriores netos aumentarían, mientras que el saldo de M3 no registraría variaciones.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En abril del 2007, los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuaron creciendo a una tasa elevada, ligeramente superior a la del mes precedente. Esta evolución fue consecuencia del aumento de las tasas de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de todos los subsectores, excepto el de las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa de crecimiento prácticamente no registró variaciones en comparación con el mes anterior. La emisión de acciones cotizadas siguió siendo relativamente moderada, a pesar del ligero incremento registrado en abril.

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 8,6% en abril del 2007, desde el 8,4% de marzo (véase cuadro 3). En lo que se refiere a la estructura de vencimientos de estos valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo registró un pronunciado incremento, hasta el 8,4% en abril, desde el 7,9% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo prácticamente no se modificó y fue del 8,6%. En cuanto a los valores distintos de acciones a largo plazo, la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable fue considerablemente más elevada, el 16,6%, que la de los valores a tipo de interés fijo, que en abril se situó en el 5,3%. Por tanto, parece que los emisores aprovecharon el relativo aplanamiento de la curva de rendimientos y que siguieron satisfaciendo la intensa demanda de valores a tipo de interés variable.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó de nuevo en abril, hasta el 7% (véase gráfico 6). Sin embargo, continuó siendo inferior a las tasas de crecimiento observadas en los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias. Aunque el crecimiento de las emisiones de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras continúa estando por debajo del de los préstamos de las IFM, el repunte registrado por este sector puede indicar un renovado interés por la financiación mediante valores de renta fija, tras varios años de actividad emisora moderada. En términos de la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las socie-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

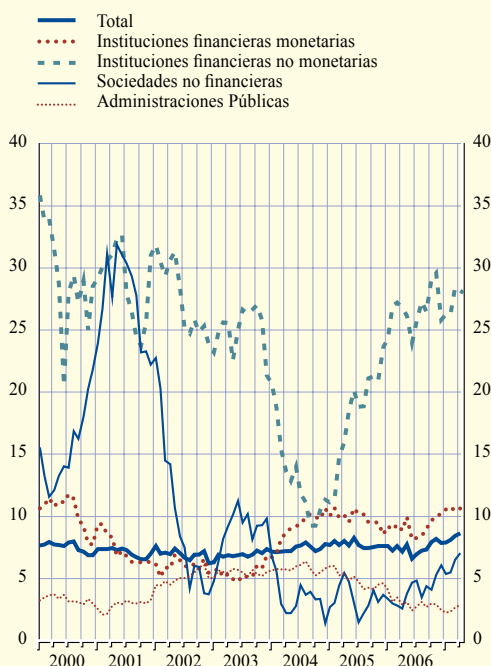
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Abr	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 Mar	2007 Abr
Valores distintos de acciones:	1.1567	7,3	7,1	7,9	8,1	8,4	8,6
IFM	4.811	9,2	8,4	9,8	10,5	10,5	10,6
Instituciones financieras no monetarias	1.254	26,1	26,1	28,3	26,6	28,4	28,2
Sociedades no financieras	667	3,4	4,3	4,8	5,7	6,5	7,0
Administraciones Públicas	4.835	3,0	2,8	2,8	2,4	2,6	2,9
De las cuales:							
Administración Central	4.526	2,5	2,3	2,4	2,1	2,4	2,6
Otras Administraciones Públicas	310	11,5	11,8	9,1	6,8	6,7	7,3
Acciones cotizadas:	6.654	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2
IFM	1.157	1,5	1,8	2,0	2,3	1,9	1,9
Instituciones financieras no monetarias	672	2,2	1,5	1,1	1,0	1,4	1,5
Sociedades no financieras	4.825	0,9	1,1	0,8	0,8	0,9	1,0

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».

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

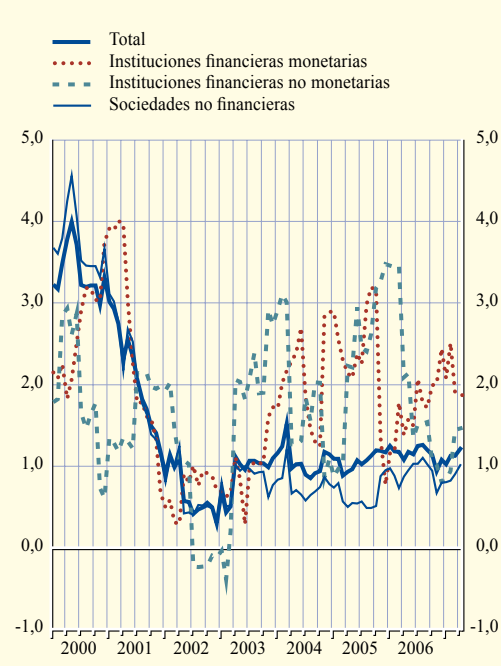
(tasas de crecimiento interanual)



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.

dades no financieras en abril del 2007 fue del 6% en el caso de los valores a largo plazo, ligeramente por debajo del 6,2% registrado en el mes precedente, mientras que la tasa de crecimiento de los valores a corto plazo registró un nuevo aumento.

En abril del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó ligeramente, hasta el 10,6%, lo que indica que las entidades de crédito siguen captando financiación para satisfacer la considerable demanda resultante del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo continuó aumentando en abril, principalmente como consecuencia del vigoroso crecimiento de las emisiones a tipo de interés variable, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de valores a corto plazo por parte de las IFM se redujo de nuevo, desde el 11% de marzo hasta el 10,3% de abril.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo sin variaciones, en el 28,2%, en abril, situándose, por tanto, en un nivel significativamente más elevado que para los demás sectores. Es muy probable que la mayor parte de la actividad emisora de este sector haya estado relacionada con las actividades de titulización de las entidades de crédito y con la financiación de fondos de capital riesgo, que han experimentado un auge en los últimos años en ambos casos.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se incrementó hasta el 2,9% en abril, desde el 2,6% de marzo. La tasa de crecimiento de los valores

distintos de acciones emitidos por la Administración Central permaneció en niveles relativamente moderados, del 2,6% en abril, mientras que el crecimiento de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas continuó siendo considerablemente más elevado, a una tasa interanual del 7,3%. En abril, la actividad emisora de otras Administraciones Públicas se acercó al nivel observado en enero.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1,2% en abril, ligeramente por encima de la registrada en marzo. Las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias y las sociedades no financieras se situaron en el 1,5 % y el 1%, respectivamente, en abril (véase gráfico 7). Es posible que el moderado crecimiento de la emisión de acciones también se deba a las numerosas operaciones de recompra de acciones, a la solidez de los beneficios empresariales y a la intensa actividad de privatización de empresas, a través de operaciones de recompra con apalancamiento financiero, en particular, relacionada con el auge del capital riesgo. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias se incrementó hasta el 1,5%, mientras que la tasa de crecimiento de la emisión de acciones por parte de los inversores institucionales como las empresas de seguros y los fondos de pensiones no registró variaciones y fue del 0,7%.

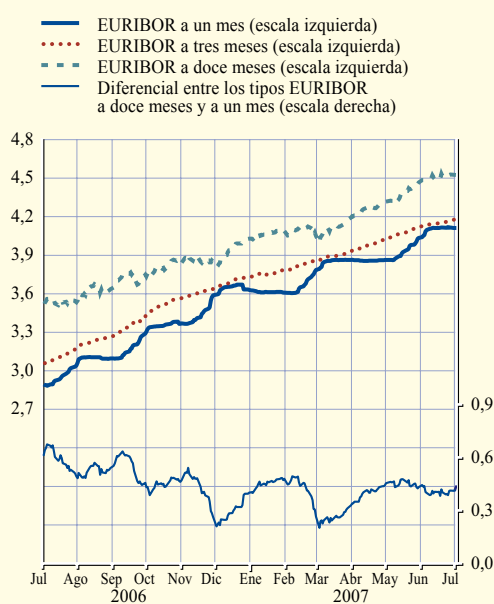
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En el período transcurrido entre principios de junio y comienzos de julio del 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron ligeramente a todos los plazos, con unas variaciones, en general, similares. Por consiguiente, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se ha modificado.

En el período comprendido entre el 1 de junio y el 4 de julio de 2007, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron ligeramente a todos los plazos. En comparación con los niveles de principios de junio, los tipos de interés a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron 7, 6, 6 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 4,11%, el 4,18%, el 4,33% y el 4,54% el 4 de julio de 2007. En consecuencia, al final del período analizado, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario era similar a la observada a principios de junio, tras aplanarse ligeramente durante el mes. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes prácticamente no varió, y el 4 de julio era de 44 puntos básicos (véase gráfico 8).

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

El 4 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros a tres meses del EURIBOR con vencimiento en septiembre y diciembre del 2007 y marzo del 2008 se situaban en el 4,37%, el 4,57% y el 4,68%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a principios de junio, estos tipos de interés registraron un descenso de 1 punto básico para los contratos con vencimiento en septiembre del 2007, y un aumento de 1 y 4 puntos básicos para aquellos con vencimiento en diciembre del 2007 y marzo del 2008, respectivamente.

El 1 de junio, el EONIA se situó en el 3,8%, es decir, ligeramente por debajo del 3,83% observado durante las primeras semanas del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 12 de junio. Tras una subida transitoria el día siguiente, hasta el 3,85%, descendió durante los últimos días del período de mantenimiento, en un entorno de abundancia de liquidez. El último día del período de mantenimiento de reservas, el BCE llevó a cabo una operación de ajuste para absorber 6 mm de euros y restablecer una situación neutral de liquidez. Ese mismo día, el EONIA cayó hasta situarse 3 puntos básicos por debajo del tipo mínimo de puja.

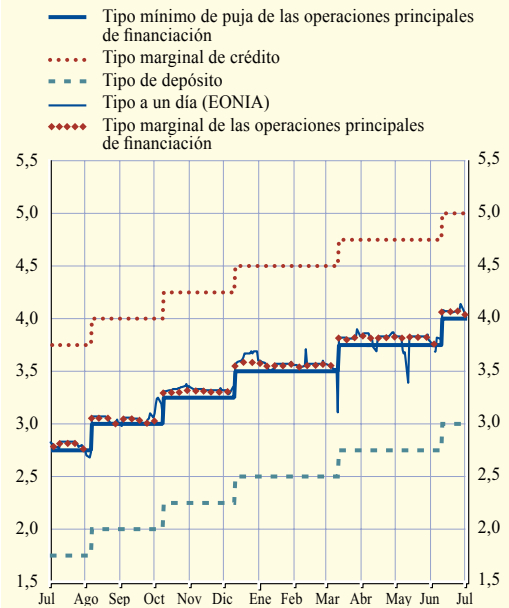
El 6 de junio de 2007, el Consejo de Gobierno decidió subir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementó hasta el 4% a partir del 13 de junio. El primer día del nuevo período de mantenimiento de reservas, el EONIA se ajustó a este nuevo nivel y se elevó hasta el 4,08%, lo que supuso un diferencial de 8 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. Los días siguientes, el EONIA se redujo ligeramente, hasta el 4,06%, antes de volver a elevarse los últimos días de junio, debido al habitual efecto de fin de semestre. El 29 de junio, último día de negociación del semestre, el EONIA aumentó hasta alcanzar un máximo del 4,14%, y en los días sucesivos se redujo hasta niveles próximos al tipo mínimo de puja y se situó en el 4,01% el 4 de julio, debido a la situación vigente de abundancia de liquidez (véase gráfico 9).

En las dos primeras operaciones principales de financiación del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 13 de junio, los tipos de interés marginal y medio ponderado permanecieron estables, en el 4,06% y el 4,07%, respectivamente. En la subasta semanal ejecutada el 26 de junio, los dos tipos se incrementaron 1 punto básico, como consecuencia del efecto de fin de semestre. Estos tipos disminuyeron hasta el 4,03% y el 4,05%, respectivamente, en la siguiente operación principal de financiación, la última del período de mantenimiento de reservas, debido a que se esperaba que el período de mantenimiento finalizara con abundancia de liquidez.

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 27 de junio de 2007, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,11% y el 4,12%, respectivamente. Estos tipos eran 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, una evolución acorde con la experiencia reciente.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En el transcurso de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en los principales mercados de renta fija. Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, los aumentos fueron consecuencia, principalmente, de incrementos similares del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo, lo que puede ser indicativo de mejores expectativas de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de ambas economías. Por el contrario, las expectativas de inflación y las correspondientes primas de riesgo, reflejadas por las tasas de inflación implícitas, permanecieron prácticamente estables en la zona del euro entre finales de mayo y principios de julio.

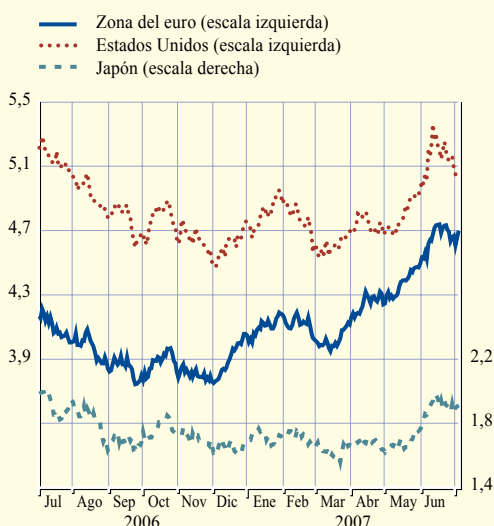
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo mantuvo su trayectoria alcista en los principales mercados de renta fija en el transcurso del mes de junio (véase gráfico 10). A comienzos del citado mes, estos mercados estuvieron sometidos a una fuerte presión vendedora, que se originó en Estados Unidos. Sin embargo, se trató de una perturbación de muy corta duración, que puede considerarse como una aceleración pasajera de la actual tendencia al alza de los tipos de interés a largo plazo. La evolución general observada en junio parece ser reflejo, por un lado, de la percepción por parte de los participantes en el mercado de que la actividad económica estadounidense está siendo algo más sólida de lo esperado hace unas semanas y, por otro, de que sigue produciéndose una revalorización de los riesgos en los mercados internacionales de renta fija. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó, en general, en torno a 20 puntos básicos entre finales de mayo y el 4 de julio, fecha en la que se situó en el 4,7%. En Estados Unidos, al final del período analizado el rendimiento de los bonos a diez años se situó alrededor del 5,1%, unos 15 puntos básicos por encima del nivel de finales de mayo. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro volvió a estrecharse, hasta situarse el 4 de julio en torno a 40 puntos básicos, nivel cercano al mínimo registrado en los tres últimos años. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó también, en unos 15 puntos básicos, hasta alcanzar el 1,9% a finales del período considerado.

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció en Estados Unidos y en la zona del euro, probable señal de que la presión vendedora observada recientemente en esos mercados a escala mundial acrecentó la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la medida en que proseguiría a corto plazo la revalorización de los riesgos en los mercados internacionales de renta fija. Con todo, la volatilidad implícita de esos mercados se mantuvo en niveles reducidos, en términos históricos, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

En Estados Unidos, en el período examinado el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un aumento, que pareció ser reflejo de la revisión al alza de las expectativas de los participantes en el merca-

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

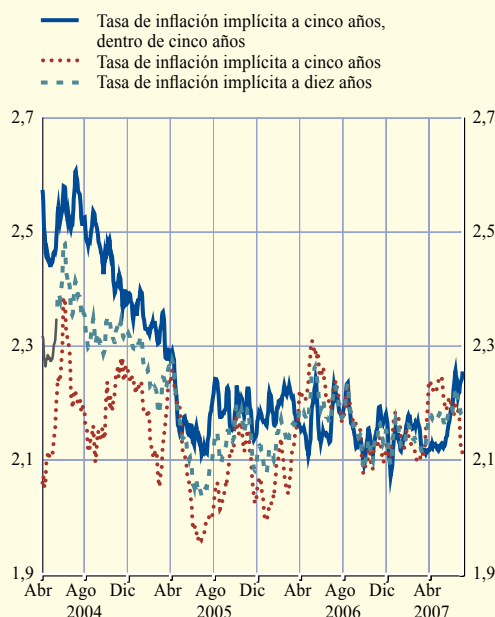


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

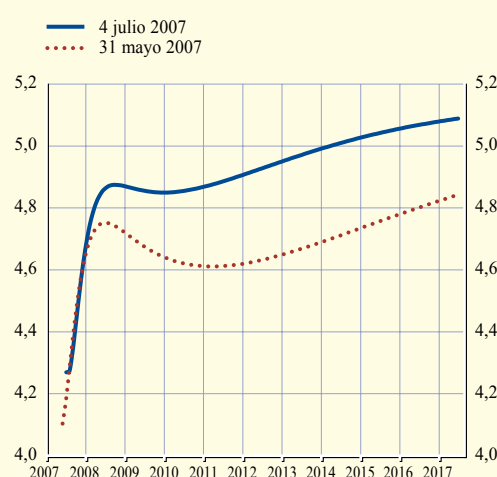
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



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.

do acerca de las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense y, por ende, de sus expectativas respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación evolucionó en paralelo con el rendimiento nominal en todos los plazos, lo que concuerda con las revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. En cambio, las tasas de inflación implícitas a largo plazo apenas registraron variaciones en el período considerado. Así, la tasa de inflación implícita obtenida de los bonos con vencimiento en el 2015 se mantenía en torno al 2,4% el 4 de julio.

En la zona del euro, la elevación de los tipos de interés nominales a largo plazo también fue resultado, en gran medida, de incrementos similares del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015 aumentó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4% el 4 de julio. Esta evolución parece reflejar el optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento sostenido de la economía de la zona del euro, opinión respaldada, en general, por los datos económicos más recientes.

Por el contrario, las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro experimentaron escasos cambios en el período analizado. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, se mantuvo en torno al 2,2% el 4 de julio (véase gráfico 11). Por otro lado, las tasas de inflación implícitas de cupón cero a cinco años y a diez años se situaron en niveles muy similares a comienzos de julio, señal de que las expectativas de inflación y las primas de riesgo de inflación no registraron diferencias significativas en esos horizontes temporales.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento al alza en casi todos los plazos en el período considerado (véase gráfico 12). La decisión de elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, adoptada por el Consejo de Gobierno el 6 de junio, fue anticipada por los mercados, por lo que no supuso a corto plazo importantes cambios en los plazos más cortos de la curva de rendimientos. El desplazamiento al alza en los plazos más largos puede ser reflejo, en cierta medida, de la revisión, por parte de los inversores, de las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía de la zona del euro, y de la revalorización de los riesgos que se observa actualmente en los mercados de renta fija.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En abril del 2007, los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron con la tendencia al alza. Los tipos aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementaron. Si se considera la evolución durante un período más prolongado, la transmisión de los tipos de interés a los tipos aplicados por las entidades de crédito fue más pronunciada para los tipos a corto plazo que para los tipos a largo plazo.

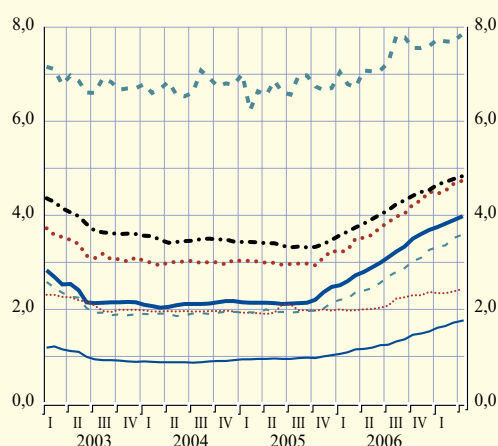
En abril del 2007, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos se incrementaron ligeramente, siguiendo la trayectoria de los tipos de mercado (véanse cuadro 4 y gráfico 13). Entre marzo y abril del 2007, los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo a hogares para consumo se elevaron 15 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda concedidos a este sector aumentaron 5 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año se elevaron 7 y 4 puntos básicos para los préstamos hasta un millón de euros y por importe superior a un millón de euros, respectivamente. Además, los tipos aplicados por las entidades de crédito a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras registraron un alza de 8 puntos básicos.

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 había registrado un retardo tras el comienzo del ciclo alcista de los tipos de interés a finales del 2005, se ha recuperado en

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 período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período 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 período inicial de fijación inferior o igual a un año



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta abr 2007 ²⁾		
	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 Mar	2007 Abr	2006 Sep	2006 Dic	2007 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,36	2,56	2,87	3,27	3,51	3,59	72	32	8
A plazo a más de dos años	2,43	2,57	2,68	2,84	2,71	2,85	17	1	14
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,98	2,03	2,26	2,37	2,38	2,41	15	4	3
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,37	2,52	2,68	2,86	3,14	3,20	52	34	6
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	1,15	1,23	1,36	1,53	1,72	1,75	39	22	3
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,48	2,70	2,98	3,47	3,67	3,75	77	28	8
A plazo a más de dos años	3,34	3,23	3,70	4,04	3,61	3,88	18	-16	27
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	6,72	7,08	7,79	7,60	7,69	7,84	5	24	15
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,74	4,02	4,31	4,54	4,77	4,82	51	28	5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,23	4,51	4,63	4,55	4,69	4,72	9	17	3
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,30	5,46	5,69	5,80	6,06	6,12	43	32	6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,23	4,47	4,74	5,08	5,29	5,36	62	28	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,19	4,40	4,59	4,67	4,83	4,84	25	17	1
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	3,50	3,74	4,03	4,50	4,67	4,71	68	21	4
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,22	4,26	4,48	4,63	4,86	4,87	39	24	1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,72	2,99	3,34	3,68	3,89	3,98	64	30	9
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,22	3,47	3,62	3,79	3,94	4,11	49	32	17
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,47	3,78	3,70	3,83	3,95	4,15	45	32	20

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.

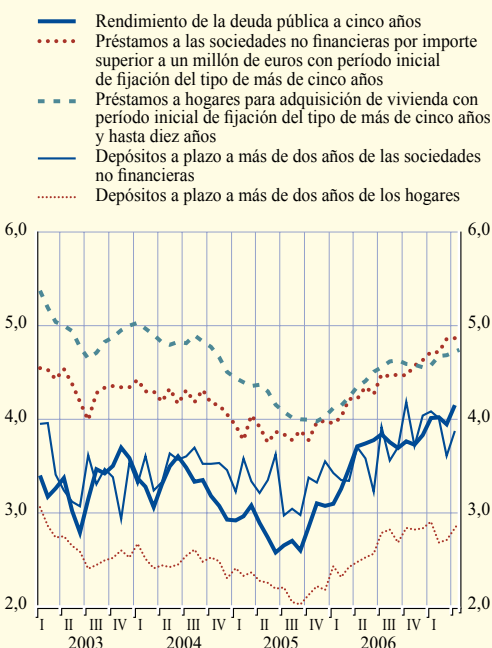
los últimos meses. Entre septiembre del 2005 y abril del 2007, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 184 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos con período inicial de fijación inferior o igual a un año de los hogares se elevaron 162 puntos básicos. Además, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron unos 155 puntos básicos en lo que respecta a los préstamos a las sociedades no financieras y 151 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. En cambio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo a los hogares para consumo sólo registraron un alza de 87 puntos básicos.

En abril 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 14 y 27 puntos básicos, respectivamente, con respecto al mes precedente (véanse cuadro 4 y gráfico 14), una evolución acorde, en general, con el aumento de 17 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a dos años. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se elevaron ligeramente, 3 puntos básicos, mientras que los tipos a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras no registraron variaciones (véase gráfico 14).

En el caso de los tipos de interés a largo plazo, la transmisión de las subidas de los tipos desde septiembre del 2005 todavía presenta un retardo. El rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años de la zona del euro se elevó 190 y 155 puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y abril del 2007. En ese mismo período, los tipos a largo plazo de los depósitos de los hogares se incrementaron sólo 83 puntos básicos. En cuanto a los tipos de interés de los préstamos y créditos, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se elevaron sólo 72 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación de más de cinco años, los tipos aplicados por las IFM se incrementaron de 78 a 99 puntos básicos, en función del importe del préstamo. La mayor competencia entre las entidades de crédito, así como entre éstas y las entidades no bancarias, puede haber favorecido una reducción de los diferenciales bancarios. No obstante, la transmisión más bien lenta a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos es acorde con la experiencia histórica. Para más información, véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente del mecanismo de transmisión de los tipos de interés a las operaciones de las IFM con su clientela en la zona del euro».

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⁾)



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LAS OPERACIONES DE LAS IFM CON SU CLIENTELA EN LA ZONA DEL EURO

Los cambios efectivos y esperados registrados en los tipos de interés oficiales del BCE se suelen reflejar inmediatamente en tipos de interés de mercado como el EURIBOR o en el rendimiento de la renta fija a corto plazo, y también se trasladan a otros tipos de mercado a todos los plazos. Sería de esperar que las fluctuaciones observadas en los tipos de interés de mercado afectaran, a su vez, a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos. Esto es lo que se denomina mecanismo de transmisión de los tipos de interés que, dada la importancia del sector bancario en el sistema financiero de la zona del euro, es de especial relevancia para la economía de la zona.

En este recuadro se presentan los fundamentos analíticos generales del mecanismo de transmisión de los tipos de interés¹. Luego se examinan en detalle las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela desde finales del 2005, que coinciden con el período marcado por la retirada progresiva del tono acomodaticio de la política monetaria, y se comparan con los ajustes efectuados al producirse cambios en los tipos de interés, estimados para el período 1994-2005, centrándose en los préstamos a las sociedades no financieras y en los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

Algunos elementos de la transmisión de los tipos de interés bancarios en la zona del euro

Un sólido resultado empírico común a las diferentes técnicas de estimación utilizadas en la literatura sobre la transmisión de los tipos de interés es que los distintos productos bancarios reaccionan de modo diverso a cambios en los tipos de interés de mercado². Por lo general, los tipos de interés que aplican las entidades a los préstamos a sociedades no financieras, a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los depósitos a plazo tienden a ajustarse de forma más completa y rápida que aquellos aplicados a los préstamos a hogares para consumo (incluidos los descubiertos en cuenta), a los depósitos a la vista y a los depósitos de ahorro.

El mecanismo de transmisión de los tipos de interés se ve afectado por muchos factores, entre los que se incluyen distintas primas de riesgo, la competencia en el sector bancario y características específicas de las entidades de crédito, tales como costes del capital, de liquidez y de ajuste. Además, las entidades pueden ofrecer a sus prestatarios a largo plazo un «seguro de tipos de interés implícito» al suavizar los tipos que aplican a los préstamos a lo largo del ciclo económico, lo que podría contribuir a que la transmisión de los tipos de interés a los tipos aplicados a los préstamos se produzca con cierta lentitud³. Los modelos convencionales de comportamiento bancario también apuntan al hecho de que cuanto menor sea la elasticidad de la demanda de préstamos y la oferta de depósitos, mayor

1 En el seminario del BCE sobre «Interest rates in retail banking markets and monetary policy», que se celebró en Fráncfort del Meno el 5 de febrero de 2007, se presentaron trabajos analíticos que se centraban en los tipos de interés de las IFM desde la perspectiva de la política monetaria. Los artículos pueden consultarse a través del enlace siguiente: <http://www.ecb.int/events/conferences/html/mir.en.html>.

2 Para una panorámica de los resultados recientes basados en distintos tipos de métodos de estimación, véase, por ejemplo, de Bondt, G., «Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area» (febrero 2005), *German Economic Review*, vol. 6 (1), pp. 37-78, y Kok Sørensen, C. y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison» (2006), Working Paper n.º 580, BCE, o Gropp, R., Kok Sørensen, C. y J. Lichtenberger (2007), «The dynamics of bank spreads and financial structure», Working Paper n.º 714, BCE.

3 Véase Berger, A.N. y G.F. Udell (octubre 1992), «Some evidence on the empirical significance of credit rationing», *The Journal of Political Economy*, vol. 100, n.º 5, pp. 1047-1077.

será la prima que el banco podrá aplicar si ejerce el poder de mercado⁴. Ello sugiere, a su vez, que los diferenciales bancarios —es decir, la diferencia entre los tipos aplicados por las entidades y los tipos de mercado— se ven afectados por la innovación financiera y por cambios en las condiciones competitivas que conforman el entorno del mercado en el que operan las entidades.

Un aspecto de la innovación financiera es el grado en el que se dispone de sustitutos en los mercados financieros para los productos bancarios. Es probable que los diferenciales bancarios se vean afectados por una mayor competencia de los productos financieros no bancarios y de intermediarios que ofrecen una selección más amplia de posibilidades de financiación y de inversión. Por ejemplo, parece que la existencia de un mercado de renta fija privada relativamente grande, en el que las entidades no financieras pueden tomar prestado fondos directamente mediante la emisión de valores, ejerce presiones sobre los bancos para estrechar sus diferenciales crediticios. Del mismo modo, la presencia de prestamistas distintos de entidades de crédito tiende a amplificar la transmisión de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares. En el caso de los depósitos, un acceso más fácil a la inversión directa en valores o a la inversión indirecta a través de fondos del mercado monetario y de fondos de inversión (especialmente por parte de los hogares) tiende a ejercer presiones sobre las entidades de crédito para que los tipos de los depósitos sean más competitivos.

La transmisión se ve afectada también por otros tipos de innovación financiera tales como los avances en la gestión del riesgo, en hacer frente a los costes de agencia y a las asimetrías de información y en minimizar los costes de transacción o de búsqueda. Así pues, la innovación y el desarrollo financieros en las actividades bancarias a la búsqueda de instrumentos más orientados al mercado podrían, previsiblemente, alterar los mecanismos de fijación de precios relacionados con los préstamos y los depósitos bancarios tradicionales (como se muestra en el estudio de Gropp et al.). Por ejemplo, se dispone de evidencia acerca de que el ajuste de los tipos de los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras y de las hipotecas tiende a producirse de forma más completa y rápida siempre que el volumen de contratación de los derivados de tipos de interés sea relativamente elevado. Además, se ha constatado que la prevalencia de la titulización aumenta el alcance de la transmisión de los tipos de mercado tanto a los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras como a los tipos hipotecarios.

Transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela desde finales del 2005

Para comprobar si el ajuste que llevan a cabo los bancos en sus tipos de interés durante el período actual difiere del efectuado en períodos de cambio de tipos de interés anteriores, se realizaron predicciones fuera de la muestra a un mes vista para el período comprendido entre diciembre del 2005 y marzo del 2007 utilizando un modelo de corrección de error univariante basado en datos agregados de los tipos de interés de la zona del euro aplicados por las entidades de crédito a su clientela durante el período comprendido entre enero de 1994 y noviembre del 2005⁵. Se utilizaron predicciones de fuera de la muestra a un mes vista para reflejar el supuesto de que las entidades tienen en cuenta los cambios registrados en el pasado en los tipos de interés que aplican a los préstamos y a los depósitos al reaccionar frente a fluctuaciones en los tipos de mercado.

4 Véanse los modelos de Monti-Klein y de Ho-Saunders descritos, por ejemplo, en Freixas, X. y Rochet J.-C. (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, y en Gropp, R., Kok Sørensen, C. y J. Lichtenberger (op. cit.), y las referencias en ellos incluidas.

5 El enfoque de modelización se basa en de Bondt, G. (op. cit.). Este enfoque es estándar en la literatura relativa a la transmisión de los tipos de interés bancarios y permite la identificación de la dinámica a corto plazo y de la relación a largo plazo entre los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y los tipos de mercado correspondientes.

Para obtener series suficientemente largas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, las estadísticas no armonizadas de estos tipos se «encadenaron» con las estadísticas de tipos de interés de las IFM correspondientes⁶. Para ciertos tipos de productos, las diferencias metodológicas entre las series de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y aquellos aplicados por las IFM son relativamente limitadas, lo que permite un simple ajuste de nivel en enero de 2003, mes en que se produjo el cambio a las estadísticas de tipos de interés de las IFM. Esto es lo que ocurrió, por ejemplo, con los préstamos a corto plazo a empresas. En lo que se refiere a otros productos, sin embargo, el encadenamiento de las series es menos sencillo. Esto sucede, por ejemplo, con los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, donde el tipo hipotecario agregado para la zona del euro, que se basa en estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela, no distingue entre fijación del tipo a corto y a largo plazo. Por ello, en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, se utilizaron series históricas agregadas para la zona del euro construidas a partir de los préstamos correspondientes «sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo» y «de más de cinco años y hasta diez años de fijación inicial del tipo» al estimar el modelo.

Los resultados sugieren que la transmisión de los tipos de interés bancarios desde finales del 2005 —un período en el los tipos de interés oficiales del BCE se han elevado gradualmente— no es sustancialmente diferente de lo observado en episodios anteriores de subidas de los tipos oficiales (véanse paneles (i)-(iv) en el gráfico siguiente). Por lo tanto, la transmisión de la política monetaria a través del canal de los tipos de interés bancarios parece que, en general, funciona como en el pasado.

Al mismo tiempo, cabe destacar alguna pequeña diferencia. Habitualmente, las entidades de crédito han ajustado los tipos de interés a corto plazo que aplican a los préstamos a las sociedades no financieras (panel (i)) y a los préstamos hipotecarios a corto plazo (iii) de modo ligeramente más rápido de lo que era de esperar aplicando el modelo basado en su comportamiento anterior. Ello puede reflejar, en parte, una demanda relativamente fuerte de esos tipos de préstamos en el período más reciente y, en parte, un mecanismo de transmisión más eficiente, como consecuencia, posiblemente, de recientes innovaciones financieras, tales como la mejora en la valoración de los riesgos. Por el contrario, el ajuste de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos hipotecarios a cambios en los tipos de mercado a largo plazo correspondientes (panel (iv)) parece haber sido algo más lento que en el pasado, especialmente en lo que se refiere al ajuste inmediato. Ello podría reflejar importantes presiones competitivas en este segmento del mercado⁷. Si bien, en general, la competencia garantiza que los precios de los productos se fijen de modo eficiente, también podría dar lugar a que las entidades de crédito reduzcan sus diferenciales cuando crecen los tipos de interés. Podría reflejar, asimismo, la incertidumbre de las entidades en cuanto a la dirección prevista de los tipos de mercado a largo plazo durante el período considerado⁸.

6 Este hecho implica que los resultados de la estimación han de interpretarse con cautela.

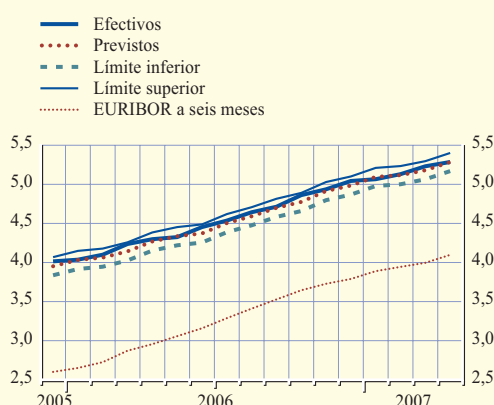
7 Esto puede estar relacionado con la aplicación de Basilea II, ya que los préstamos hipotecarios constituyen una de las áreas más beneficiadas, en términos de menor exigencia de capital, del cambio previsto en el marco de adecuación del capital (véase Dierick, F., Pires, F., Scheicher, M. y K.G. Spitzer, (diciembre 2005), «The new Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», Occasional Paper n.º 42, BCE).

8 Cuando existen costes relacionados con el ajuste de los tipos de interés bancarios, las entidades de crédito pueden ser reacias a modificar sus tipos si hay incertidumbre sobre la dirección futura y el tamaño de las fluctuaciones en los tipos de mercado correspondientes; Véase, por ejemplo, Mizen, P. y B. Hofmann (2002), «Base rate pass-through: evidence from banks' and building societies' retail rates», Working Paper n.º 170, Bank of England.

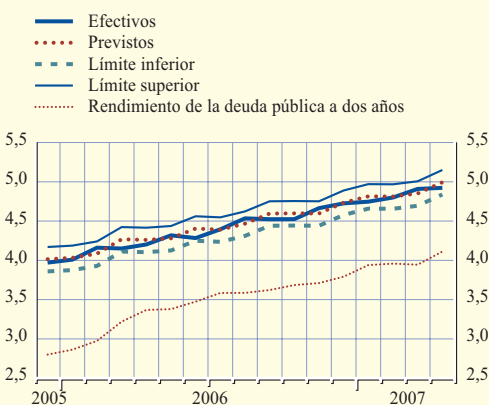
Predicciones a un mes vista de los ajustes de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela a cambios en los tipos de mercado correspondiente para el período comprendido entre diciembre del 2005 y abril del 2007

(en porcentaje)

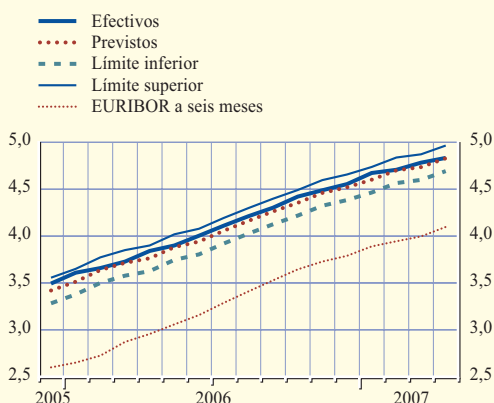
(i) Tipos de interés de los préstamos hasta un año a las sociedades no financieras



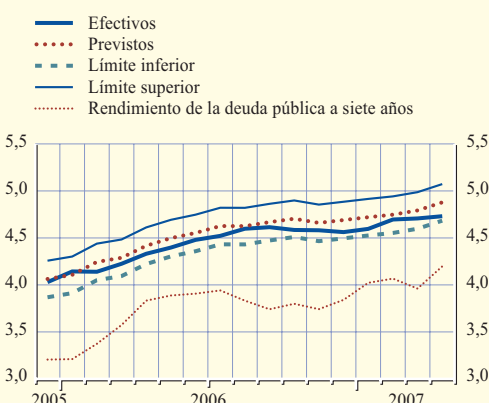
(ii) Tipos de interés de los préstamos a más de un año a las sociedades no financieras



(iii) Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo



(iv) Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación inicial del tipo



Fuentes: BCE, de Bondt, G. (loc. cit., para la descripción del modelo de corrección de error), Reuters y estimaciones del BCE.

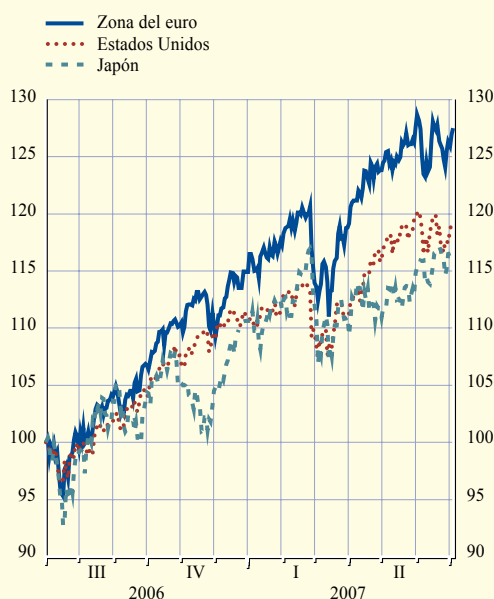
Notas: Las predicciones se basan en estimaciones de los ajustes de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los cambios en los tipos de mercados a un plazo similar durante el período comprendido entre enero de 1994 y noviembre del 2005. Las líneas gruesas representan las predicciones a un mes vista basadas en la muestra (línea roja) y los tipos de interés efectivos (línea azul) para ese período comprendido; las líneas discontinuas representan los intervalos de predicción del 95%.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos permanecieron, en general, estables entre finales de mayo y comienzos de julio. La perturbación que afectó a los mercados de renta fija a principios de junio provocó, en los principales mercados de renta variable, importantes pérdidas, que se recuperaron casi totalmente en el resto del período considerado. La rentabilidad esperada de las empresas continuó siendo bastante alta, lo que parece estar en consonancia con la publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica de la zona del euro. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, creció en los principales mercados, aunque se mantuvo en niveles relativamente reducidos.

Gráfico 15 Índices bursátiles

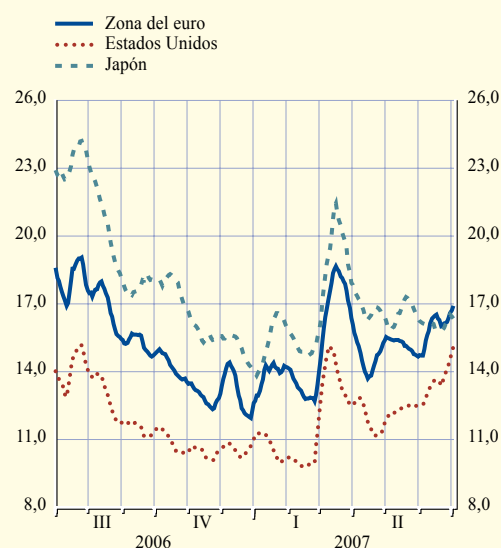
(índice: 1 julio 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

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, respectivamente, se mantuvieron, en conjunto, generalmente estables entre finales de mayo y el 4 de julio, aunque experimentaron pronunciadas fluctuaciones a lo largo de ese período (véase gráfico 15). Esta evolución fue reflejo de los efectos compensatorios de la rentabilidad de las empresas y de los efectos adversos de la elevación del rendimiento de la deuda pública, que tiende a incidir negativamente en la valoración de las acciones, al reducir el valor actual de los beneficios y dividendos empresariales esperados en el futuro. El impacto más importante procedió de la perturbación que afectó a los mercados internacionales de renta fija a principios de junio y provocó elevadas pérdidas en los principales mercados de renta variable, aunque éstas se recuperaron en las semanas siguientes. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de los precios de las opciones, se incrementó después de la perturbación que sufrieron los mercados financieros a comienzos de junio (véase gráfico 16).

En Estados Unidos, los mercados de renta variable se vieron afectados negativamente por la presión vendedora registrada en los mercados de renta fija a primeros de junio. Las revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento observadas a principios de junio dieron lugar a la elevación de los tipos de interés en todos los plazos y a fuertes pérdidas en los precios de las acciones, tras varios meses de subidas constantes del índice Standard & Poor's 500. No obstante, las cotizaciones bursátiles estadounidenses siguieron beneficiándose de la elevada rentabilidad empresarial. Pese al ligero descenso del crecimiento interanual de los beneficios por acción registrado en junio, según datos del Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S), el crecimiento anualizado de los beneficios de las empresas estadounidenses

esperado en los próximos doce meses y en horizontes temporales más largos aumentó en junio, y se mantuvo bastante alto, en niveles próximos a dos dígitos.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, sufrieron también importantes pérdidas, como consecuencia de la presión vendedora observada en los mercados de renta fija a comienzos de junio, aunque estas pérdidas se recuperaron posteriormente, en el transcurso del mes y en los primeros días de julio. Al igual que en el mercado estadounidense, los efectos negativos del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos parecieron contrarrestar el probable impacto positivo de la publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica de la zona del euro y sobre las perspectivas de beneficios de las empresas cotizadas. A este respecto, las variables fundamentales de los mercados de valores parecen ser bastante sólidas. Según datos del I/B/E/S, los analistas de los mercados de renta variable esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX registrasen tasas de crecimiento ligeramente superiores a las del mes anterior, es decir, en torno a un 10% en los próximos doce meses y alrededor de un 8% anual en los próximos tres a cinco años. Además, aunque las expectativas de subidas de los tipos de interés parecen haber influido ligeramente en la tolerancia al riesgo de los inversores, la encuesta a los gestores internacionales de fondos realizada por Merrill Lynch en junio sugería que las acciones, y especialmente las de la zona del euro, seguían recibiendo una calificación favorable.

Conjuntamente con la mayor volatilidad realizada, en el mes de junio la volatilidad implícita creció también en los mercados de renta variable de la zona del euro, señalando un aumento de la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los precios de las acciones. No obstante, a comienzos de julio la incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro se mantenía en niveles relativamente reducidos, en términos históricos (véase gráfico 16).

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en el 1,9% en junio del 2007, por cuarto mes consecutivo. Sólo se dispone de información más detallada sobre el IAPC hasta mayo del 2007, pero estos datos confirman la valoración de que han aumentado ligeramente las presiones sobre los precios internos, especialmente en el componente de servicios. Aunque parte de este incremento es consecuencia de la elevación del IVA alemán, la información disponible sobre precios industriales y los datos procedentes de las encuestas de opinión apuntan a que los costes no laborales de los bienes intermedios y la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas siguen ejerciendo presiones sobre los precios. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales observado hasta comienzos del 2007 ha sido moderado. Sin embargo, de cara al futuro persisten los riesgos alcistas, relacionados fundamentalmente con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo, la elevada utilización de la capacidad productiva y un crecimiento salarial mayor de lo esperado, en un contexto de mejora de los mercados de trabajo. También existen riesgos relacionados con incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, y con la orientación potencialmente procíclica de la política fiscal en algunos países.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE JUNIO DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,9% en junio del 2007, por cuarto mes consecutivo (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de junio, los datos nacionales sugieren que pueden haberse producido ligeros movimientos compensatorios en los componentes más volátiles del IAPC, en los que el descenso de los precios de los alimentos no elaborados contrarrestó el ascenso de los precios de la energía.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA MAYO DEL 2007

En mayo del 2007, el último mes para el que se dispone del detalle del índice general, la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,9%. Con ello, la inflación lleva nueve meses consecutivos manteniéndose por debajo del 2%, nivel al que ha contribuido el crecimiento interanual relativamente reducido de los precios de la energía durante este período (véase gráfico 17). En mayo, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo también en el 1,9%. Sin embargo, en contraste con la evolución del índice general, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, ha mostrado un perfil de aumentos graduales, especialmente desde principios del 2007, tras la elevación del IVA alemán.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2007 Ene	2007 Feb	2007 Mar	2007 Abr	2007 May	2007 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	2,2	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Energía	10,1	7,7	0,9	0,8	1,8	0,4	0,3	.
Alimentos no elaborados	0,8	2,8	3,7	2,8	2,9	3,9	3,1	.
Alimentos elaborados	2,0	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,3	0,6	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	.
Servicios	2,3	2,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	4,1	5,1	3,1	2,9	2,8	2,4	2,3	.
Precios del petróleo (euros/barril)	44,6	52,9	42,2	44,9	47,3	50,2	50,3	52,6
Precios de las materias primas no energéticas	9,4	24,8	15,6	13,9	17,6	15,3	11,9	14,2

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

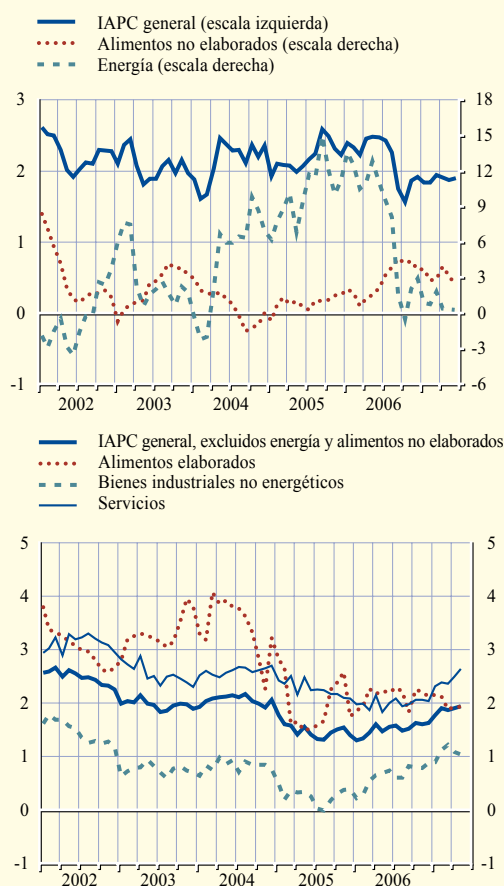
1) La inflación medida por el IAPC de junio del 2007 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Aunque ha permanecido en un nivel relativamente moderado en los últimos nueve meses, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha elevado recientemente. En los tres meses transcurridos entre marzo y mayo del 2007, los precios de la energía han aumentado un 4%, impulsados por el alza de los precios del petróleo. En particular, los precios al por mayor de la gasolina han subido desde enero, debido al aumento de los precios del crudo, unido a la ampliación de los márgenes del refino. Sin embargo, el impacto directo de estas recientes presiones sobre los precios de consumo no se ha apreciado en las tasas de variación interanual, como resultado de efectos de base derivados de los fuertes incrementos registrados en el 2006. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, el segundo componente más volátil del IAPC después de los precios de la energía, disminuyó en mayo del 2007, tras el repunte observado en abril. Las fluctuaciones relativamente pronunciadas registradas desde marzo parecen haber sido consecuencia de las inusuales condiciones atmosféricas, de calor y falta de lluvias, observadas en la mayor parte de Europa a comienzos del presente año.

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 compensaron mutuamente, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados no experimentó cambios en mayo, manteniéndose en el 1,9%. De momento, no parece que los aumentos de los precios internacionales de algunos alimentos hayan influido de forma significativa en la evolución de los precios de los alimentos elaborados. Aunque las tasas de variación interanual de algunos componentes, como el pan y los cereales, han subido en los últimos meses, las de otros componentes, como los aceites y las grasas, han disminuido sensiblemente. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió ligeramente, por segundo mes consecutivo, hasta el 1%, en mayo. Esta tendencia a la baja se observó en los principales componentes de los bienes industriales no energéticos, es decir, los bienes de consumo duradero, semiduradero y no duradero. Sin embargo, pese a este descenso, la información disponible sobre precios industriales y los datos de las encuestas de opinión apuntan a que los costes no laborales de los bienes intermedios siguen ejerciendo presiones sobre los precios. En contraste con los precios de los bienes industriales no energéticos, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de consumo se elevó hasta el 2,6% en mayo, manteniendo la tendencia al alza registrada desde el final del año pasado. Aunque gran parte de este incremento puede atribuirse a los efectos del aumento del IVA alemán, se ha producido también un repunte más generalizado de la tasa de variación de los precios de los servicios desde el segundo semestre del 2006, poniendo fin a la trayectoria descendente observada anteriormente desde principios del 2002.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

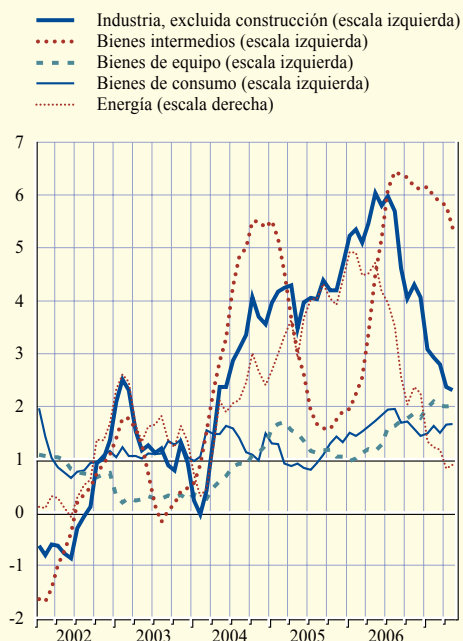
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

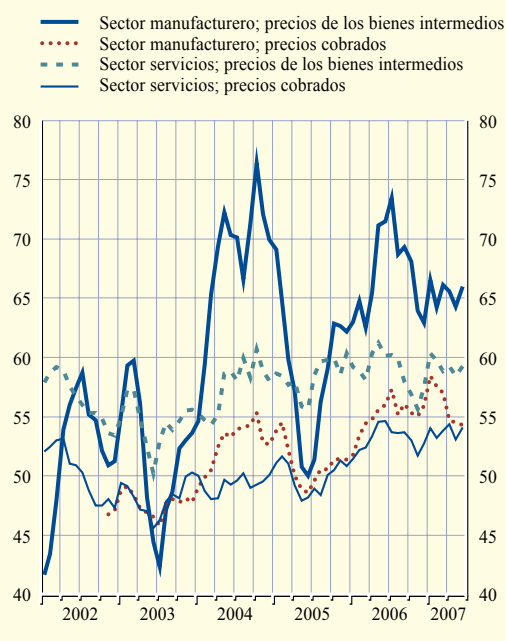
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En mayo, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, descendió hasta el 2,3%, desde el 2,4% de abril. De forma similar, la inflación en los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, disminuyó también ligeramente. Sin embargo, pese a estas reducciones, la valoración general es que siguen existiendo elevadas presiones latentes sobre los precios industriales.

Esta valoración viene corroborada por la evolución de los principales componentes del índice general de precios industriales. En primer lugar, aunque los precios industriales de la energía disminuyeron en tasa interanual en mayo (véase gráfico 18), los niveles de precios se elevaron. Al igual que en los cuatro meses anteriores, este aumento fue resultado de las subidas de los precios del petróleo. Asimismo, pese a registrar una leve reducción en mayo, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios se mantuvo en un nivel elevado, el 5,4%, y esos precios siguen subiendo, reflejo del repunte de los precios de las materias primas industriales observado en los cinco primeros meses del 2007. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo se mantuvo en el 2%, el mismo nivel que en el mes anterior. La mayor parte de los componentes de los bienes de equipo registraron altas tasas de variación en relación con las medias históricas, a excepción de los vehículos de motor, en los que, pese al incremento de los costes de los bienes intermedios, especialmente para los metales, las subidas de precios fueron frenadas por la fuerte competencia y la moderada demanda. Más adelante en la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo en el 1,7% en mayo, registrándose tasas similares en los componentes de bienes de consumo duradero y no duradero.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

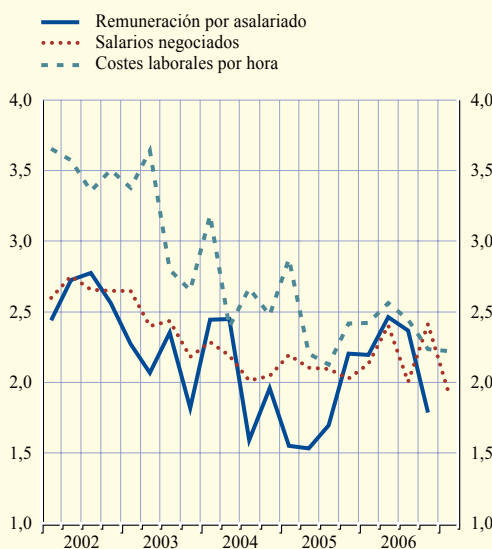
Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de las encuestas correspondientes al mes de junio apuntan a la persistencia de presiones inflacionistas (véase gráfico 19). Todos los indicadores se mantienen en niveles relativamente elevados y sugieren la existencia de presiones sobre los precios. En el sector manufacturero, el indicador de precios de los bienes intermedios subió. Según NTC Economics, ello se debió a la actual escasez de materias primas. En cuanto al indicador de precios de producción del sector manufacturero, aunque descendió con respecto a los máximos alcanzados al comienzo del año, se mantiene en un nivel relativamente elevado. En el sector servicios, entre los factores determinantes del alza de los costes de los bienes intermedios, los encuestados señalaron las crecientes presiones salariales, el aumento de los costes de los combustibles y la elevación de los tipos de interés. Además, indicaron que su mayor capacidad de fijación de precios les permitió subir los precios cobrados.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles sugieren que el crecimiento salarial seguía siendo moderado a comienzos del 2007. Según los datos publicados a mediados de junio, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se mantuvo en el 2,2% en el primer trimestre del 2007 (véase cuadro 6). Ello fue consecuencia de un ligero descenso de la tasa de crecimiento del componente de sueldos y salarios, que fue compensado por un aumento del componente no salarial, es decir, las cotizaciones sociales a cargo de las empresas (para más detalles, véase el cuadro 5.1.3 del Anejo Estadístico). Tal y como se informó anteriormente, seguía observándose un crecimiento moderado de los salarios negociados a comienzos del 2007, siendo así que el descenso hasta el 1,9% registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 20) fue reflejo, principalmente, del impacto del calendario de acuerdos salariales y de pagos extraordinarios realizados en determinados sectores de algunos países.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

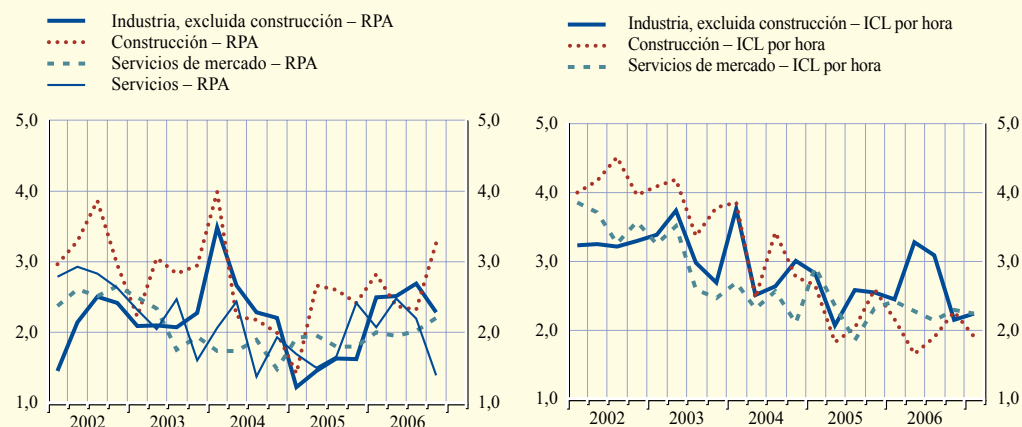
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

No se dispone todavía de los datos de remuneración por asalariado del primer trimestre del 2007. Sin embargo, los datos nacionales sugieren que se ha producido un repunte de la tasa de crecimiento interanual de este indicador, tras observarse en el cuarto trimestre del 2006 una tendencia descendente debida a circunstancias transitorias en el sector público italiano. Junto con la ligera reducción de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, esta información apunta a una aceleración de los costes laborales unitarios en el primer trimestre del 2007. Sin embargo, se espera que la tasa de crecimiento total de los costes laborales unitarios permanezca en una senda moderada.

Por sectores, tras mostrar cierta divergencia durante la mayor parte del año 2006, las tasas de crecimiento de los costes laborales, tanto en lo que se refiere a la remuneración por asalariado como a los costes laborales por hora en los sectores de manufacturas y de servicios de mercado, se mantuvieron en niveles, en general, similares, ligeramente por encima del 2%, en el cuarto trimestre del 2006 y el primer trimestre del 2007 (véase gráfico 21).

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Los precios de la energía seguirán influyendo notablemente en las perspectivas de inflación a corto plazo. Unos efectos de base derivados de la evolución de los precios del petróleo en el 2006 deberían continuar ejerciendo una incidencia a la baja en los próximos meses, aunque se produciría un efecto al alza en los meses siguientes. En general, de acuerdo con los precios actuales del petróleo y con los futuros sobre los precios de esta materia prima, las tasas de inflación interanual deberían disminuir sólo ligeramente en los próximos meses, antes de volver a elevarse de forma significativa hacia finales de año.

En el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria, las perspectivas para la estabilidad de precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, derivados especialmente del aumento de las presiones sobre los precios y los costes internos, que pueden materializarse en el contexto de las cre-

cientes tensiones relacionadas con la capacidad productiva y de la expansión sostenida de la actividad económica. Los riesgos se derivarían de una evolución salarial más dinámica de lo esperado y de una mayor capacidad de fijación de precios en segmentos del mercado con un bajo nivel de competencia. También pueden existir riesgos alcistas relacionados con aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta el momento, y con la orientación potencialmente procíclica de la política fiscal en algunos países. Por último, en el entorno exterior los riesgos alcistas se derivan de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras el fuerte crecimiento del PIB real de la zona del euro durante el primer trimestre del 2007, los últimos datos publicados sugieren una intensa expansión económica también en el segundo trimestre, alentada por las favorables condiciones de la demanda, tanto interna como externa. Los indicadores procedentes de encuestas señalan la persistencia de un sólido crecimiento en la industria y en los servicios, al tiempo que existen indicios de una nueva mejora en el mercado de trabajo. De cara al futuro, se espera que se mantenga la dinámica de crecimiento. Los riesgos para estas favorables perspectivas permanecen prácticamente equilibrados a corto plazo y son a la baja en el largo plazo, como resultado principalmente de factores externos.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La primera estimación de los datos de contabilidad nacional para el primer trimestre del 2007, de la que se informó en el Boletín Mensual de junio del 2007, confirmó la valoración de una expansión económica sostenida. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, tras crecer un 0,9% en el cuarto trimestre del 2006 (véase gráfico 22). La contribución de la demanda interna al crecimiento fue muy elevada, aunque el consumo privado cayó ligeramente (un 0,1% en tasa intertrimestral), influido por el impacto de la subida del IVA en Alemania en enero. La inversión evolucionó de forma muy positiva, y volvió a crecer un 2,5% en tasa intertrimestral. Este dinamismo está en consonancia con el elevado nivel actual de utilización de la capacidad productiva y con la encuesta bianual de inversión de la Comisión Europea recientemente publicada, que se llevó a cabo en la primavera del 2007. La contribución de la demanda exterior neta fue negativa en el primer trimestre, debido, en parte, a una acusada desaceleración del crecimiento de las exportaciones, que se cifró en el 0,3% en tasa intertrimestral. No obstante, esto último reflejó principalmente una distorsión estadística en Alemania por la que algunas de las exportaciones correspondientes al tercer trimestre del 2006 se atribuyeron al último trimestre de ese año. Finalmente, la contribución de las existencias se tornó positiva, a causa de las distorsiones que se produjeron en Alemania al contabilizar las exportaciones (que afectaron al cálculo de las existencias del trimestre anterior) y de las fluctuaciones a corto plazo relacionadas con el impacto de la subida del IVA en ese mismo país.

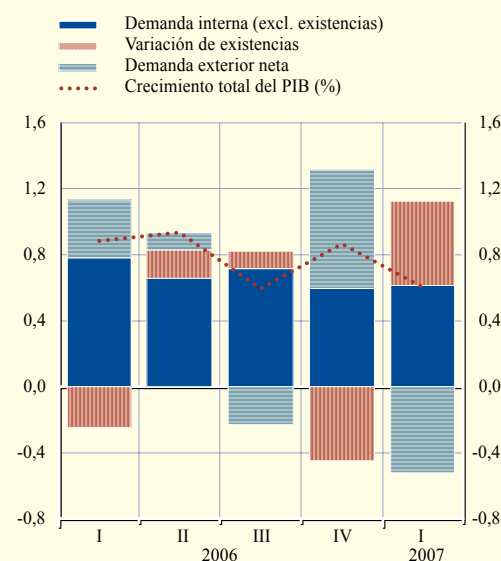
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La desagregación por ramas de actividad del crecimiento del valor añadido confirma que la expansión económica fue generalizada en el primer trimestre del 2007. La industria y la construcción fueron las ramas más dinámicas. En los servicios, el valor añadido también creció de forma sostenida, impulsado por la rápida expansión de los servicios financieros y de los servicios prestados a empresas.

Más recientemente, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,6%, en términos de medias móviles de tres meses, en abril del 2007, frente al 0,8% registrado en el primer trimestre en

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

su conjunto (véase gráfico 23). La producción de bienes de equipo siguió siendo el componente con un crecimiento más rápido, aunque en desaceleración. La producción de bienes intermedios y de bienes de consumo no duradero también se incrementó en términos de medias móviles de tres meses. Por el contrario, la producción de bienes de consumo duradero y de energía cayó nuevamente. La cartera de nuevos pedidos industriales creció en abril un 1,7%, en términos de medias móviles de tres meses, ligeramente por debajo de la tasa de crecimiento observada un mes antes. Los nuevos pedidos también registraron un avance en abril, tras excluir el componente «otro material de transporte», de gran volatilidad. Por otra parte, en abril la producción en la construcción registró un ritmo de crecimiento del 1,7%, en términos de medias móviles de tres meses, que, sin embargo, fue el más lento observado en el sector desde octubre.

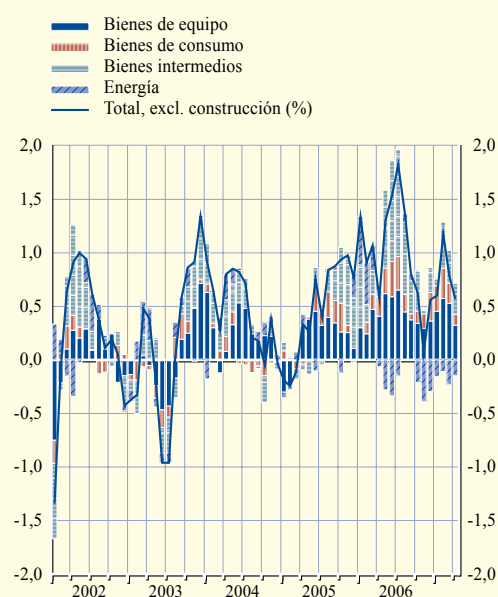
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los últimos datos de las encuestas de opinión disponibles hasta junio siguen indicando un fuerte crecimiento en el segundo trimestre del 2007, tanto en la industria como en los servicios.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se elevó en el segundo trimestre, hasta alcanzar el valor medio trimestral más elevado desde que se inició la encuesta en 1985. La reciente mejora es atribuible a ganancias en los bienes intermedios y de equipo, mientras que la confianza en la rama de bienes de consumo se mantuvo estable. El índice de directores de compras para las manufacturas apenas experimentó cambios, en promedio, durante el segundo trimestre, lo que sugiere la persistencia de un crecimiento positivo (véase gráfico 24). En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea mejoró nuevamente en el segundo trimestre en su conjunto, registrando el nivel medio trimestral más elevado de los últimos seis años. El índice de directores de compras para los servicios experimentó nuevos avances en el segundo trimestre, alcanzando el valor más elevado de los últimos 12 meses en los datos publicados para junio.

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses centradas, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

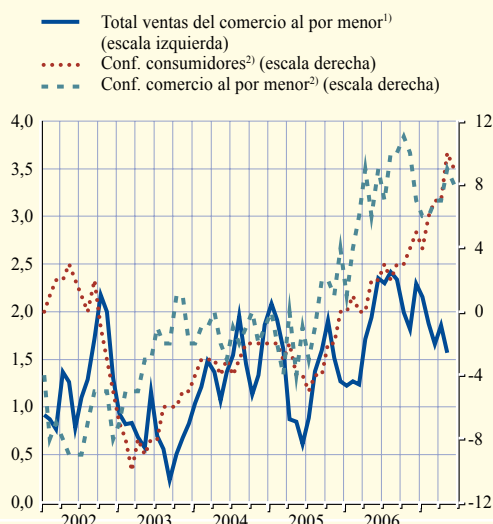
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

(datos mensuales)



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

se mantuvo inalterado. Además, el gasto de los hogares debería beneficiarse de la mejora observada en el mercado de trabajo.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

La información más reciente corrobora el fortalecimiento continuado del mercado de trabajo. El crecimiento del empleo fue sustancial en el primer trimestre del 2007, mientras que la tasa de desempleo se redujo de nuevo al inicio del segundo trimestre. Las expectativas de creación de empleo se mantienen en niveles elevados, lo que muestra que las perspectivas para el mercado de trabajo son buenas.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro cayó hasta el 7% en mayo (véase gráfico 26), que es un nivel históricamente bajo. De modo más preciso, si se utilizan otras fuentes de información (principalmente la encuesta de población activa de la UE) para ampliar las series oficiales más allá del punto de inicio en 1993, la tasa actual de desempleo parece ser la más baja desde 1980. En términos absolutos, el número de parados cayó en el periodo comprendido entre abril y mayo en una media mensual de 96.000 personas, ligeramente por debajo de la media mensual de 190.000 correspondiente a los tres primeros meses del año.

EMPLEO

Según la primera estimación de Eurostat, en la zona del euro el empleo creció un 0,4% en el primer trimestre de 2007, frente al 0,3% del trimestre anterior. Aunque el detalle por sectores del empleo total para el primer trimestre no está aún disponible, no hay indicios de cambio en la tendencia anterior. En el cuarto trimestre

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los datos publicados recientemente sobre el gasto de los hogares indican que el consumo privado de la zona del euro se está recuperando con respecto a la caída registrada en el primer trimestre del 2007, que estuvo relacionada con el IVA. El consumo privado cayó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, tras una subida del 0,4% en el cuarto trimestre del 2006. Las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,4% en mayo, en términos de medias móviles de tres meses, tras haberse mantenido estabilizadas en el primer trimestre. Las matriculaciones de automóviles descendieron un 1,9% en mayo, en términos de medias móviles de tres meses, lo que representa una moderación en relación con la reducción del 3,6% observada en el primer trimestre.

En general, las perspectivas para el consumo privado siguen siendo favorables. De nuevo, la confianza de los consumidores de la zona del euro mejoró en promedio en el segundo trimestre del 2007 (véase gráfico 25), acercándose a sus niveles más altos, que se registraron en el año 2000. Según la encuesta de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor aumentó en promedio en el segundo trimestre, mientras que el indicador correspondiente del índice de directores de compras

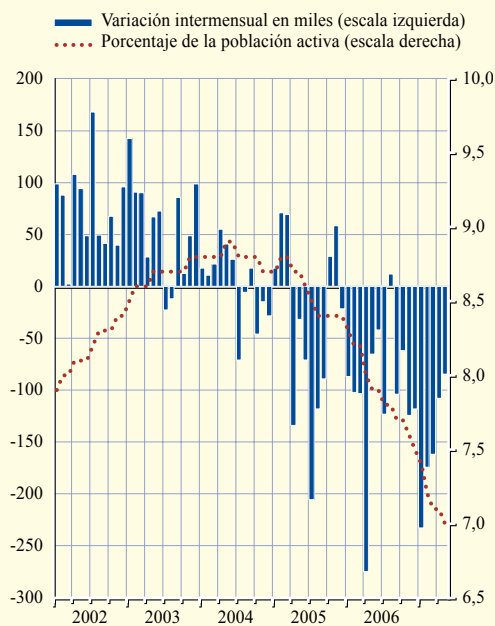
del 2006, el crecimiento del empleo en la zona del euro se vio favorecido por la evolución registrada en los servicios y en la construcción, mientras que el empleo en la agricultura y en la industria, excluida la construcción, se contrajo (véase cuadro 7).

En el primer trimestre del 2007, la productividad del trabajo en términos interanuales aumentó un 1,6%, tasa ligeramente inferior a la del trimestre anterior (1,8%). Sin embargo, el ritmo de crecimiento de esta variable durante el primer trimestre fue más rápido que el registrado en el conjunto del 2006 (1,4%) y, desde una perspectiva a más largo plazo, en el promedio de la última década (0,9%). Aunque el indicador de productividad sintético del índice de directores de compras siguió descendiendo en el período comprendido entre abril y mayo del 2007, se mantuvo por encima del nivel de 50, lo que apunta a un crecimiento positivo de la productividad del trabajo también en el segundo trimestre.

Según las encuestas de la Comisión Europea, las expectativas de crecimiento del empleo siguieron creciendo en la industria y en los servicios durante el segundo trimestre del 2007 en su conjunto. Las expectativas de empleo del índice de directores de compras también mejoraron en estas dos ramas de actividad. En general, los indicadores económicos más recientes apuntan a un nuevo crecimiento del empleo en el segundo trimestre del año.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las perspectivas para la economía de la zona del euro siguen siendo propicias, como consecuencia de las favorables condiciones de la demanda, tanto interna como externa. Se espera que la actividad in-

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2005	2006	2006 I	2006 II	2006 III	2006 IV	2007 I
Total de la economía	0,8	1,4	0,5	0,5	0,2	0,3	0,4
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,4	-0,4	0,1	0,7	-2,0	-0,5	.
Industria	-0,1	0,7	0,1	0,3	0,2	0,4	.
Excluida la construcción	-1,3	-0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,1	.
Construcción	2,7	2,8	0,6	0,7	0,9	1,7	.
Servicios	1,3	1,8	0,7	0,5	0,4	0,3	.
Comercio y transporte	0,6	1,2	0,6	0,5	0,0	0,3	.
Finanzas y empresas	2,1	3,5	0,9	0,9	1,0	0,8	.
Administración pública ¹⁾	1,4	1,4	0,7	0,3	0,3	0,0	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

versora mantenga su dinamismo, alentada por las favorables condiciones de financiación, los abultados beneficios empresariales y la mejora de la eficiencia en las empresas. Se considera que la mejora en curso que se observa en el mercado de trabajo favorecerá la recuperación del crecimiento del consumo privado. Los factores externos proporcionan un fuerte apoyo para el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas se encuentran prácticamente equilibrados en el corto plazo. A más largo plazo, los riesgos son a la baja, debido principalmente a la posibilidad de perturbaciones adversas en forma de una intensificación de las presiones proteccionistas, nuevas subidas de los precios del petróleo, correcciones desordenadas de los desequilibrios mundiales y posibles cambios en el clima de confianza en los mercados financieros.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se ha apreciado ligeramente en términos efectivos en los tres últimos meses, como consecuencia, en parte, de movimientos compensatorios frente a varias monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

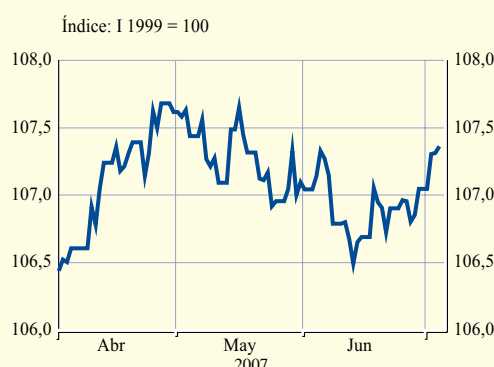
El 4 de julio de 2007 el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 24 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba alrededor de un 1% por encima del nivel registrado a finales de marzo y un 3,6% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 27). Esta apreciación fue consecuencia, en parte, de movimientos compensatorios de los tipos bilaterales, que se manifestaron en una apreciación del euro frente a algunas monedas como el yen japonés, el dólar estadounidense y el franco suizo, y en una notable depreciación frente al dólar canadiense y el dólar australiano.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

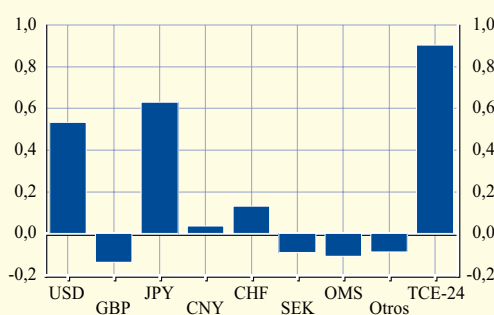
En los tres últimos meses el euro se ha apreciado en general frente al dólar estadounidense, a pesar de haber experimentado cierta volatilidad. En el comportamiento del tipo de cambio del euro frente al dólar desde finales de marzo han influido las revisiones periódicas de la evaluación de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas cíclicas relativas de las dos áreas económicas. En abril el euro se apreció, posiblemente como resultado de una evaluación más positiva de las perspectivas relativas de la zona del euro. Posteriormente, la moneda única se debilitó algo en el transcurso de mayo y en la primera quincena de junio, dado que, a la vista de los datos económicos, los participantes en el mercado revisaron al alza su evaluación de las perspectivas de crecimiento económico de Estados Unidos. Más recientemente, un nuevo cambio en la actitud de los participantes, como consecuencia de la publicación de datos heterogéneos sobre la inflación y el crecimiento en Estados Unidos, contribuyó a que el euro se volviera a apreciar durante el resto del mes de junio y en los primeros días de julio. Al igual que en meses anteriores, los cambios en las percepciones respecto a las diferencias cíclicas entre las dos áreas económicas se han reflejado en movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. Si bien la evolución de los precios de los derivados de divisas había sido coherente anteriormente con un aumento de las expectativas de los mercados respecto a una apreciación del euro en el corto plazo, desde mayo se han desplazado hacia valores compatibles con la estabilidad generalizada del tipo de cambio del euro frente al dólar. La vo-

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

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de marzo al 4 de julio de 2007
(en puntos porcentuales)



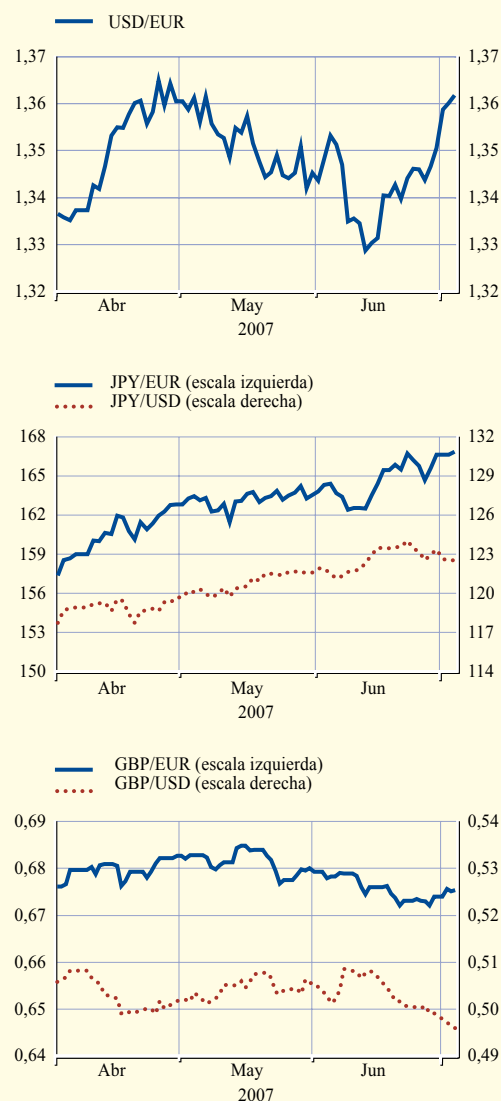
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 28 Evolución de los tipos de cambio

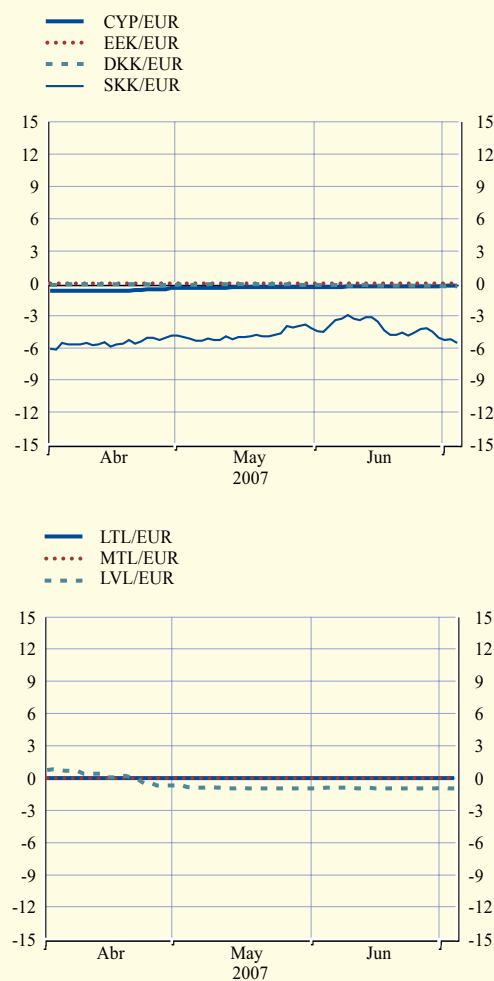
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

latitud implícita del euro frente al dólar siguió reduciéndose, hasta situarse por debajo del 5% en la segunda mitad de junio, si bien volvió a superar ligeramente este nivel en los primeros días de julio. Por el contrario, la incertidumbre de los participantes en los mercados respecto a la evolución futura del euro frente al yen japonés se agudizó durante este período. El 4 de julio, el euro cotizaba a 1,36 dólares, es decir, un 2,3% por encima del nivel de finales de marzo y un 8,5% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

YEN JAPONÉS/EURO

El euro siguió fortaleciéndose frente al yen japonés en los tres últimos meses, alcanzando un máximo histórico el 4 de julio. Los participantes en el mercado atribuyen este fortalecimiento principalmente a la favorable actitud de los mercados respecto al riesgo que, sumada a un entorno en el que la volatilidad permanece en niveles históricamente bajos, ha contribuido a mantener los elevados volúmenes de *carry trade*, actividad en la que, con frecuencia, se utilizan como instrumento de financiación activos denominados en monedas con tipo de interés reducido como el yen japonés. La volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro se redujo con respecto al máximo alcanzado en marzo, pero tendió a aumentar de nuevo ligeramente en junio. La evolución de los precios de las opciones de divisas viene señalando de forma continua —desde comienzos del 2007— expectativas de un cierto fortalecimiento de la moneda japonesa frente al euro en el corto plazo. El 4 de julio, el euro cotizaba a 166,87 yenes, es decir, un 6,1% por encima del nivel de finales de marzo y un 14,3% por encima de la media del 2006 (véase gráfico 28).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de marzo, las monedas que participan en el MTC II —con la excepción de la corona eslovaca y el lats letón— se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 29). Tras apreciarse en marzo, la corona eslovaca comenzó a depreciarse en abril. El 4 de julio, cotizaba un 5,5% por encima de su paridad central. Durante el mismo período, el lats letón se apreció casi un 2%. La mayor parte de esta apreciación se produjo en abril, mientras que en los dos meses siguientes, el tipo de cambio del lats frente al euro se mantuvo prácticamente estable. El 4 de julio, el lats letón cotizaba casi un 1% por encima de su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de marzo y el 4 de julio de 2007, el euro se depreció alrededor de medio punto porcentual frente a la libra esterlina y casi un 2% frente a la corona sueca. Al mismo tiempo, se depreció frente al zloty polaco (un 2,8%) y frente al leu rumano (un 6,6%) y se apreció frente a la corona checa (un 2,5%).

OTRAS MONEDAS

En los tres últimos meses el euro se apreció frente al dólar de Singapur (un 2,5%), el dólar de Hong Kong (un 2,2%) y el franco suizo (un 1,9%). Por el contrario, se depreció un 3,7% frente al dólar australiano y un 6,2% frente al dólar canadiense.

5.2 BALANZA DE PAGOS

En los tres meses transcurridos hasta abril del 2007, la tasa de crecimiento de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona experimentó una desaceleración, mientras que las importaciones repuntaron ligeramente. No obstante, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes siguió aumentando en comparación con la cifra registrada un año antes, lo que contribuyó al cambio de signo de la balanza por cuenta corriente que, en los doce meses transcurridos hasta abril del 2007, registró un superávit del 0,1% del PIB, frente al déficit contabilizado el año anterior. El descenso del déficit acumulado de la balanza de rentas durante el mismo período también contribuyó a que la balanza por cuenta corriente volviera a registrar un superávit. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 227,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2007, frente a las salidas netas de 28,2 mm de euros contabilizadas en el año anterior. El cambio de dirección de los flujos de capital se debe, principalmente, al incremento de las entradas netas de inversiones de cartera.

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	
	2007 Mar	2007 Abr	2006 Jul	2006 Oct	2007 Ene	2007 Abr	2006 Abr	2007 Abr
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	6,7	-4,0	-1,7	0,9	3,7	-0,3	-20,0	7,7
Bienes	7,9	3,5	0,6	3,3	5,9	5,0	26,8	44,6
Exportaciones	123,7	122,6	113,6	118,9	122,4	123,3	1,280,3	1,434,7
Importaciones	115,9	119,1	113,0	115,6	116,5	118,3	1,253,5	1,390,1
Servicios	4,7	2,2	2,9	2,6	3,2	3,7	36,9	37,3
Exportaciones	38,6	37,9	35,9	35,7	36,8	37,9	414,3	439,1
Importaciones	33,9	35,7	33,0	33,1	33,6	34,3	377,4	401,8
Rentas	-0,6	-0,8	0,0	1,5	0,0	-2,1	-12,7	-2,0
Transferencias corrientes	-5,3	-8,8	-5,3	-6,4	-5,4	-6,9	-70,9	-72,2
Cuenta financiera ¹⁾	-39,2	18,2	11,7	17,2	1,5	-10,1	111,9	60,9
Total inversiones directas y de cartera netas	63,0	-8,0	26,1	2,3	24,5	22,9	-28,2	227,7
Inversiones directas netas	-8,4	-24,4	-10,9	-15,3	-18,9	-15,0	-192,2	-180,7
Inversiones de cartera netas	71,4	16,3	37,1	17,7	43,4	38,0	164,0	408,3
Acciones y participaciones	42,8	-8,2	33,2	2,3	26,5	17,6	188,5	238,7
Valores distintos de acciones	28,6	24,6	3,9	15,4	16,9	20,4	-24,5	169,6
Bonos y obligaciones	42,5	10,3	17,0	12,9	25,1	19,6	-20,1	224,0
Instrumentos del mercado monetario	-13,9	14,3	-13,1	2,5	-8,3	0,8	-4,4	-54,3
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,9	-1,1	1,1	3,5	3,0	1,3	11,4	10,6
Importaciones	-2,1	3,4	2,1	1,9	0,9	1,6	16,0	9,9
Bienes								
Exportaciones	0,2	-0,9	1,0	4,7	2,9	0,7	11,8	12,1
Importaciones	-3,3	2,8	1,9	2,4	0,7	1,5	17,7	10,9
Servicios								
Exportaciones	3,5	-2,0	1,5	-0,5	3,1	3,0	10,4	6,0
Importaciones	2,2	5,4	2,8	0,4	1,5	1,9	10,6	6,5

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.

COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En los tres meses transcurridos hasta abril del 2007, la tasa de crecimiento de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona experimentó una desaceleración, mientras que las exportaciones repuntaron ligeramente. Las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentaron un 1,3% en este período en comparación con el 3% registrado en los tres meses transcurridos hasta enero del 2007. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de las importaciones de bienes y servicios aumentó hasta el 1,6%, desde el 0,9% registrado en el período anterior (véase cuadro 8). Mientras que el mayor crecimiento de las importaciones afectó tanto a los bienes como a los servicios, la desaceleración de las exportaciones fue más pronunciada en el caso del comercio de bienes. Las exportaciones de servicios registraron un vigoroso crecimiento del 3% en los tres meses transcurridos hasta abril del 2007.

La desagregación del comercio de bienes con los países no pertenecientes a la zona por volúmenes y precios, también disponible hasta abril del 2007, indica que las exportaciones reales son el principal factor determinante de la desaceleración del crecimiento de las exportaciones de bienes en términos nominales. Tras el vigoroso incremento observado en el segundo semestre del 2006, el crecimiento de las exportaciones reales experimentó una acusada desaceleración a principios del 2007, registrando un crecimiento casi nulo

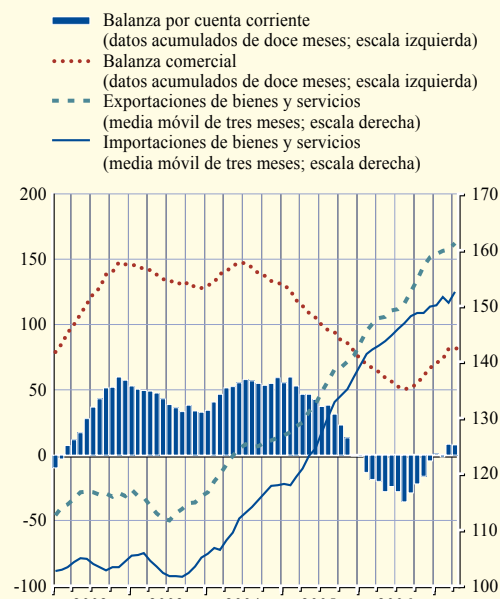
en el período de tres meses transcurrido hasta abril. Si bien esto podría interpretarse, en parte, como una corrección tras el crecimiento excepcionalmente sólido de las exportaciones en los meses anteriores, el hecho de que la demanda exterior —aunque todavía robusto— haya sido algo más débil también podría haber contribuido a la reciente desaceleración de las exportaciones de bienes. Al mismo tiempo, los precios de exportación de los bienes aumentaron un 0,8% en los tres meses transcurridos hasta abril del 2007 con respecto al anterior período de tres meses.

Por lo que respecta a las importaciones, la desagregación parece indicar que el ligero aumento de las importaciones en términos nominales es atribuible, en parte, a los incrementos de los precios. El aumento de los precios de importación de los bienes refleja, en parte, el reciente repunte de los precios mundiales del petróleo, aunque dicho repunte se ha compensado, en cierta medida, con la apreciación del euro desde el comienzo del año.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta abril del 2007 registró un superávit de 7,7 mm de euros (alrededor del 0,1% del PIB), cifra que contrasta con el déficit de 20 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 30). El cambio de signo fue, fundamentalmente, resultado de un incremento del superávit de la balanza de bienes de unos 17,8 mm de euros, manteniéndose así la tendencia alcista iniciada en septiembre del 2006 como consecuencia, principalmente, de la caída de los precios de importación del petróleo. Además, el déficit de la balanza de rentas se redujo en torno a 10,7 mm de euros, como resultado del aumento de los ingresos en concepto de rentas, que sólo se compensó, en parte, con un incremento de los pagos por este concepto. En el recuadro 3 se examina la evolución de la balanza por cuenta corriente en los países de la zona del euro desde 1998 al 2006, principalmente desde la perspectiva del ahorro y la inversión.

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Recuadro 3

LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA PERSPECTIVA DEL AHORRO Y DE LA INVERSIÓN

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha mantenido en un nivel próximo a cero desde el inicio de la tercera fase de la UEM en 1999. Sin embargo, la balanza por cuenta corriente de varios países de la zona ha mostrado una evolución divergente durante ese período (véase gráfico a). Entre los años 1998 y 2006, España y Grecia registraron un fuerte crecimiento del déficit de la balanza por cuenta corriente, en porcentaje del PIB. En el 2006, estos dos países, junto con Portugal, contabilizaron los déficits de la balanza por cuenta corriente, en porcentaje del PIB, más elevados de todos los países de la zona. Durante el mismo período, el déficit de la balanza por cuenta corriente de Alemania dio paso a un superávit, y el superávit de los Países Bajos aumentó. Estos dos países, junto con Luxemburgo y

Finlandia, registraron los superávits más altos observados en el 2006. En los demás países de la zona del euro, la balanza por cuenta corriente experimentó variaciones menos significativas. En este recuadro se evalúan las variaciones de importancia en la balanza por cuenta corriente registradas en el período 1998-2006, principalmente desde la perspectiva del ahorro y de la inversión. Esta perspectiva permite relacionar la evolución de la balanza por cuenta corriente con la del ahorro y de la inversión.

En términos contables, la balanza por cuenta corriente puede definirse como la diferencia entre el ahorro nacional bruto y la formación bruta de capital fijo¹. En muchos países de la zona del euro, la evolución de la balanza por cuenta corriente está relacionada con las variaciones combinadas de estos dos componentes (véase gráfico b). Sin embargo, el pronunciado deterioro de la balanza por cuenta corriente observado en España y Grecia desde 1998 ha estado asociado, fundamentalmente, a un incremento de la formación bruta de capital fijo, especialmente en el sector privado. La desagregación de la formación bruta de capital fijo entre los sectores de construcción, bienes de equipo y otras inversiones muestra que la elevación del déficit de la balanza por cuenta corriente registrada en España desde 1998 estuvo básicamente relacionada con el aumento de la inversión en la construcción, en porcentaje del PIB (véase gráfico c). Como puede apreciarse en el gráfico d), en los últimos años la participación del sector de la construcción en el PIB ha crecido de forma acusada en España, siendo actualmente la segunda más elevada de la zona del euro, detrás de la de Irlanda. Por lo que se refiere al ahorro, en España el incremento del ahorro bruto del sector público neutralizó, en gran medida, el efecto de la disminución del ahorro bruto del sector privado. En Grecia, la elevación del déficit de la balanza por cuenta corriente estuvo asociada al aumento de la inversión en bienes de equipo y en la construcción, en porcentaje del PIB. Por otro lado, el porcentaje de ahorro nacional bruto en relación con el PIB se ha reducido desde 1998, situándose, en el 2006, en el segundo puesto más bajo de la zona del euro, detrás de Portugal (véase gráfico e).

En lo que respecta a los países que experimentaron una mejora significativa de la balanza por cuenta corriente entre los años 1998 y 2006, en Alemania y los Países Bajos esta mejora estuvo asociada, en parte, a un descenso de la formación bruta de capital fijo. En particular, la disminución de la inversión en la construcción, en porcentaje del PIB, contribuyó a la mejora de la balanza por cuenta corriente de Alemania, reflejo de una corrección sostenida del sector de la construcción, tras el auge provocado por la reunificación.

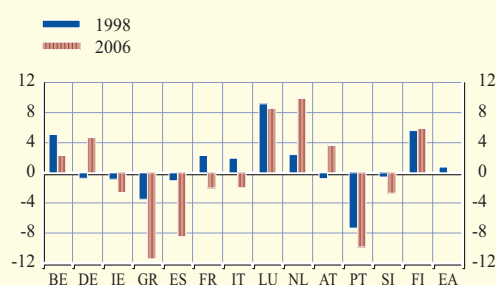
Es normal observar ciertas diferencias en la balanza por cuenta corriente de los distintos países y regiones de una unión monetaria, dado que los flujos de capitales reflejan decisiones de ahorro y de inversión, que favorecen a Estados miembros y regiones con mayores perspectivas de crecimiento y rentabilidad, relacionadas con los procesos de convergencia y con el éxito de las reformas estructurales. En el contexto de la zona del euro, el mercado único ha propiciado la libre circulación de bienes, servicios y capitales, mientras que, en algunos países, la introducción del euro, junto con la liberalización de los mercados financieros, ha reducido los costes de financiación y ha ampliado el acceso a la financiación. Estos factores pueden haber contribuido a la evolución divergente de la balanza por cuenta corriente que han presentado los países de la zona del euro. Además esta divergencia puede ser el resultado natural de las respuestas a perturbaciones asimétricas.

Sin embargo, también existe la posibilidad de que abultados déficits de la balanza por cuenta corriente sean reflejo de desequilibrios macroeconómicos o de rigideces estructurales, como la falta de flexibilidad de los precios y salarios. Por ejemplo, importantes déficits de la balanza por cuenta corriente, que reflejen una escasez

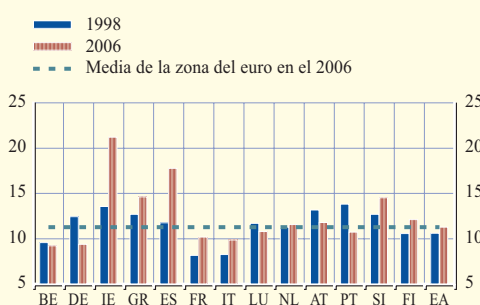
¹ En relación con esta definición, véase, por ejemplo, el «Manual de Balanza de Pagos» del FMI, 1993, p. 13.

Balanza por cuenta corriente, ahorro, formación de capital fijo y costes laborales unitarios

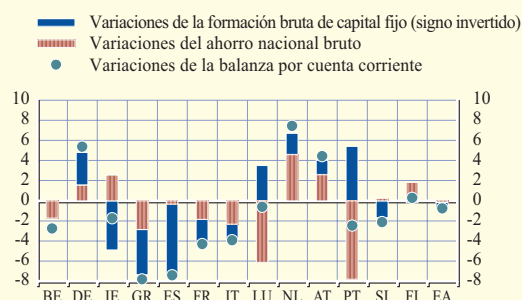
a) Balanza por cuenta corriente
(en porcentaje del PIB)



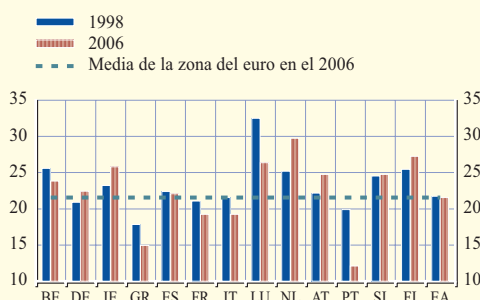
d) Formación bruta de capital fijo: construcción
(en porcentaje del PIB)



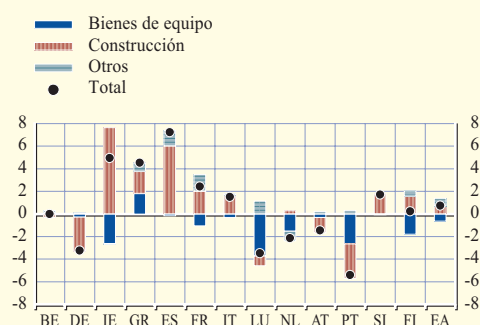
b) Variaciones de la balanza por cuenta corriente y de sus componentes en el período 1998-2006
(puntos porcentuales)¹⁾



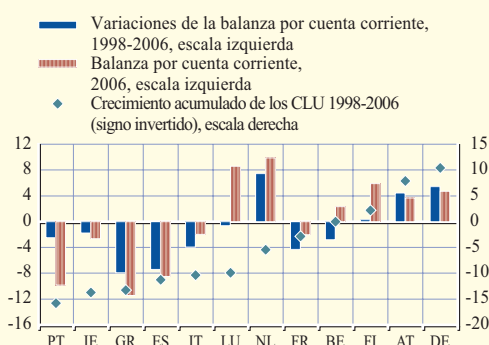
e) Ahorro nacional bruto
(en porcentaje del PIB)



c) Variaciones de la formación bruta de capital fijo en el período 1998-2006
(puntos porcentuales)



f) Balanza por cuenta corriente y CLU acumulados²⁾
(puntos porcentuales; en porcentaje del PIB; en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos de la Comisión Europea.

Nota: Los datos de la zona del euro no incluyen a Eslovenia. La balanza por cuenta corriente de los distintos países de la zona del euro se refiere al saldo de las transacciones corrientes con el resto del mundo, incluidos los otros países de la zona del euro.

1) En el gráfico b), una barra azul positiva (negativa) indica un descenso (aumento) de la formación bruta de capital fijo, que supone una mejora (un deterioro) de la balanza por cuenta corriente. Una barra roja sombreada positiva (negativa) indica un aumento (descenso) del ahorro bruto, que supone una mejora (un deterioro) de la balanza por cuenta corriente. La discrepancia estadística entre la cuenta corriente real y la diferencia entre el ahorro y la inversión que se observa en el gráfico b) refleja, principalmente, transferencias netas de capital y errores de medición.

2) En el gráfico f), un signo negativo indica un aumento de los CLU acumulados en relación con la media de la zona del euro, es decir, un deterioro relativo de la competitividad en términos de costes. Los países están clasificados por orden ascendente conforme a las variaciones de los CLU acumulados en relación con la media de la zona del euro.

de ahorro acompañada de un elevado endeudamiento, podrían ser indicativos de una evolución desfavorable de la competitividad o de expectativas demasiado optimistas respecto al crecimiento futuro de la renta y de la rentabilidad de las inversiones. A su vez, ello podría aumentar la vulnerabilidad de algunas economías, como consecuencia de un exceso de inversiones. En la práctica, no es sencillo establecer una distinción entre estos diferentes factores y determinar la senda de equilibrio de la balanza por cuenta corriente.

Como puede observarse en el gráfico f), existe cierta evidencia de que la balanza por cuenta corriente tiende a estar relacionada con la evolución de la competitividad en términos de precios y costes. Por ejemplo, los países en los que la balanza por cuenta corriente registra un déficit elevado o un deterioro creciente presentan, con frecuencia, pérdidas acumuladas de competitividad en términos de precios, y viceversa². Una evolución divergente de la competitividad en términos de precios y costes puede reflejar respuestas normales, e incluso deseables, a procesos de convergencia y a perturbaciones específicas de determinados países. Sin embargo, también puede señalar una evolución de los costes laborales que no tiene una justificación económica, lo que, a su vez, puede ser reflejo de una falta de flexibilidad de los precios y salarios o de expectativas demasiado optimistas respecto al crecimiento futuro de la renta en algunos países. Por este motivo, la evolución divergente de los indicadores de competitividad en términos de precios y costes es difícil de interpretar y ha de ser objeto de un atento seguimiento.

Dado que ya no pueden instrumentarse políticas monetarias y cambiarias nacionales en la zona del euro, es importante asegurarse de que los demás mecanismos de ajuste a las perturbaciones funcionen adecuadamente. Para que los ajustes económicos puedan funcionar con eficacia y fluidez en la zona del euro, es necesario eliminar las barreras institucionales a la flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios, y culminar la realización del mercado único, a fin de lograr una mayor competencia transfronteriza.

2 Para un análisis de la balanza por cuenta corriente y de los indicadores de competitividad, véase «Current account balances and price competitiveness in the euro area», Monthly Report, vol. 59, n.º 6, junio 2007, Deutsche Bundesbank.

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

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



Fuente: BCE.

CUENTA FINANCIERA

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró fuertes entradas netas acumuladas, por importe de 227,7 mm de euros, en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2007, frente a las salidas netas de 28,2 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio tuvo su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, en particular, de los valores de renta variable y, más recientemente, de los valores distintos de acciones a largo plazo (véase gráfico 31).

Por lo que se refiere a las inversiones de cartera, la zona del euro continuó registrando entradas netas relativamente fuertes de valores de renta variable, respaldadas por las favorables expectativas respecto al crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro en comparación con sus homólogos de Estados Unidos. En los últimos meses, el incremento de las entradas acumuladas

de doce meses de este tipo de valores en comparación con el año anterior tuvo su origen, principalmente, en las compras netas de acciones y participaciones extranjeras por parte de residentes en la zona del euro.

El aumento de las entradas de inversiones de cartera observado más recientemente es atribuible al incremento de las entradas netas de bonos y obligaciones, que se debió casi en su totalidad a las mayores compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por no residentes, que ascendieron a 525 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2007, frente a los 254 mm de euros contabilizados un año antes. En general, esta evolución apunta a una posible reestructuración de las carteras mundiales hacia los valores de renta fija en el contexto de la subida, a escala mundial, de los tipos de interés.

El aumento de las salidas netas de inversión directa extranjera (IDE) refleja, en gran medida, un incremento de la IDE de las empresas de la zona del euro en el exterior, principalmente en forma de acciones y otras participaciones y beneficios reinvertidos. Ello podría reflejar, en parte, las positivas perspectivas económicas de las empresas multinacionales de la zona del euro, que parecen estar incentivando una mayor expansión en el exterior.

INTERPRETACIÓN DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE MEDIADOS DEL AÑO 2004



El análisis monetario constituye uno de los pilares de la estrategia de política monetaria del BCE. Un análisis exhaustivo de las tendencias monetarias ayuda a identificar anticipadamente cambios en la evolución de la inflación subyacente, proporcionando información relevante para las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios. A la hora de interpretar la evolución monetaria, es importante distinguir las «interferencias» a corto plazo, que contaminan los datos monetarios, de las «señales» relevantes para la política monetaria, que se desprenden de las tendencias monetarias persistentes. Para lograr este propósito se ha dotado al marco de análisis monetario del BCE de mayor profundidad y amplitud. En efecto, lejos de limitarse a una mera comparación del crecimiento interanual de M3 con el valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario, el marco incorpora un análisis de los componentes, las contrapartidas y la composición por sectores de M3, así como de la evolución de otros agregados monetarios y crediticios. En el presente artículo se describen algunos de los instrumentos y procedimientos utilizados en el análisis monetario que se lleva a cabo en el BCE, pero no se aborda el tema de cómo la señal relevante para la política monetaria procedente de este análisis interactúa con la señal proveniente del análisis económico en el contexto de la estrategia de política monetaria del BCE.

A partir de mediados del 2004, la tasa subyacente de crecimiento monetario de la zona del euro ha ido mostrando una tendencia al alza. Esta expansión se ha reflejado en la elevación de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3, que ha pasado de situarse en torno al 5% a comienzos del 2004 a superar el 10% en el primer trimestre del 2007. Aunque estos datos han de interpretarse con cautela, otros indicadores apuntan también a una rápida expansión monetaria y crediticia durante ese período. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ha aumentado de forma significativa desde principios del 2004, hasta situarse en dos dígitos, mientras que el crecimiento interanual de M1 se ha mantenido en niveles próximos al 10% a lo largo de los años 2004 y 2005, y se ha moderado en el 2006¹.

Contrariamente a lo ocurrido anteriormente con el fuerte crecimiento de M3 registrado en la zona del euro entre los años 2001 y 2003 (al que se atribuyó una influencia moderada en las perspectivas de inflación), el intenso ritmo de expansión monetaria observado desde mediados del 2004 se ha interpretado como señal de crecientes riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. En línea con la estrategia de política monetaria del BCE, al confirmarse esta valoración en el transcurso del 2005, la evolución monetaria fue uno de los motivos por los que el Consejo de Gobierno adoptó, en diciembre del 2005, la decisión de iniciar una política monetaria menos acomodaticia, elevando los tipos de interés oficiales del BCE. Pese a los sucesivos aumentos de los tipos de interés a corto plazo llevados a cabo desde finales del 2005, el crecimiento interanual de M3 se ha intensificado en los últimos dieciocho meses, como consecuencia, en gran medida, de la fuerte demanda de instrumentos negociables a corto plazo incluidos en M3, estimulada, a su vez, por el alza de los tipos de interés a corto plazo y el resultante aplanamiento de la curva de rendimientos. Sin embargo, otros indicadores monetarios, especialmente las tasas de crecimiento de M1 y del endeudamiento de los hogares, se han moderado ante la elevación de los tipos de interés.

En este artículo se analizan, en primer lugar, las principales características de la evolución monetaria de la zona del euro desde mediados del 2004. En segundo lugar, se ofrecen varias explicaciones de esta evolución, centrándose en el impacto del nivel históricamente bajo de los tipos de interés nominales observado en ese período. Finalmente, se describe la valoración de las implicaciones para las perspectivas de evolución de los precios realizada en tiempo real por los expertos del BCE.

I INTRODUCCIÓN

Desde mediados del 2004, la zona del euro ha experimentado un vigoroso crecimiento monetario, que se ha traducido en la elevación de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio

M3, desde un nivel ligeramente inferior al 5% en marzo del 2004 hasta más del 10% en marzo del 2007. En general, otros indicadores monetarios,

¹ En este artículo, la última observación relativa a los datos monetarios es la correspondiente al primer trimestre del 2007 y la relativa a las variables reales es la referida al cuarto trimestre del 2006.

como el crecimiento de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y la evolución de M1, confirman la pujanza de la expansión monetaria en la mayor parte del período considerado.

En línea con la estrategia de política monetaria del BCE, estas tendencias monetarias se han analizado detenidamente para extraer la información que contienen sobre las perspectivas de evolución de los precios en el medio a largo plazo, dado que esta información es relevante para el diseño y la ejecución de una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precios. Basándose en el análisis monetario, desde finales del 2004 el Consejo de Gobierno ha venido identificando crecientes riesgos alcistas para la estabilidad de precios. Al confirmarse esta interpretación a lo largo del 2005, ante la rápida e intensa elevación de las tasas de crecimiento monetario, la evolución monetaria fue una de las razones por las que el Consejo de Gobierno decidió, en diciembre del 2005, iniciar una política monetaria menos acomodaticia, elevando los tipos de interés oficiales del BCE.

Más concretamente, el análisis monetario ayuda a identificar las tendencias a medio y largo plazo de la inflación, que se utilizan para contrastar la valoración de los riesgos de corto a medio plazo para la estabili-

dad de precios, obtenida del análisis económico del BCE. Este enfoque se basa en la reconocida relación empírica entre las tendencias subyacentes del crecimiento monetario y de la inflación, que se ha mantenido a lo largo del tiempo, entre países y entre distintos regímenes de política monetaria. En el recuadro 1 se describen algunos aspectos de la utilización de esta relación empírica fundamental en el análisis monetario periódico del BCE.

En este contexto, en la segunda sección se analiza en profundidad la evolución monetaria reciente, destacando el hecho de que tasas de crecimiento superficialmente similares del agregado amplio M3 pueden asociarse a marcadas diferencias en la naturaleza de la expansión monetaria. En la tercera sección se ofrece una explicación de la evolución monetaria entre mediados del 2004 y finales del 2005, centrándose en el impacto del nivel históricamente bajo de los tipos de interés observado durante ese período. En la cuarta sección se describe cómo se ha utilizado este análisis subyacente para extraer conclusiones relevantes para la política monetaria. Para concluir, en la quinta sección se examina la evolución monetaria desde comienzos del 2006 y el impacto que han tenido las elevaciones de los tipos de interés oficiales del BCE llevadas a cabo en ese período.

Recuadro 1

RELACIÓN CAUSAL A CORTO Y LARGO PLAZO ENTRE M3 Y LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

Existe un consenso generalizado sobre la relación que vincula, en el largo plazo, a la inflación con el crecimiento monetario. En la literatura reciente, este vínculo se ha expresado como una relación entre el «componente de baja frecuencia» del crecimiento monetario y el de la inflación¹. En este contexto, se entiende por componente de baja frecuencia los movimientos más persistentes o tendenciales de estas series temporales que quedan tras filtrar la volatilidad a corto plazo. Una manera sencilla de suavizar las series para recuperar estos componentes de baja frecuencia es utilizar una media móvil de varios trimestres. Queda por saber si esta relación puede aprovecharse para fines de política monetaria. Un aspecto de esta cuestión es si la evolución monetaria precede o causa la inflación, en el sentido de que el componente de baja frecuencia del dinero ayuda a predecir la inflación futura, al proporcionar información adicional a la que ya contiene la inflación retardada (es decir, la predictibilidad relativa). En caso afirmativo, se plantean varios corolarios: ¿cuál es el horizonte temporal en el que la evolución monetaria ofrece más información sobre la inflación? ¿Cuánta «suavización» de las series temporales es necesaria (es decir, cuál debe ser la extensión de la media móvil) para construir la serie tendencial? Se trata de cuestiones empíricas que sólo se pueden abordar estudiando los datos.

1 Véase, por ejemplo, Assenmacher-Wesche K. y S. Gerlach (2006), «Interpreting Euro area inflation at high and low frequencies», Working Paper, BPI.

Reichlin y Lenza² (2007) estudian estas cuestiones empíricas utilizando un modelo bivalente sencillo, que explica una media móvil de la inflación sobre la base de sus retardos trimestrales y de los del crecimiento trimestral de M3. Este modelo incorpora los que emplean los expertos del BCE para construir los indicadores de inflación basados en el dinero. La predictibilidad relativa de M3 respecto a la inflación viene valorada comparando el ajuste (dentro y fuera de la muestra) de este modelo con el obtenido ajustando la inflación exclusivamente por sus propios retardos (es decir, un modelo autorregresivo de referencia). Si el modelo bivalente se ajusta mejor a la inflación que el autorregresivo, se dice que M3 causa la inflación en el sentido de Granger dentro de la muestra. El análisis empírico se basa en datos trimestrales de la zona del euro de M3 y de la inflación medida por el IAPC durante el período 1971-2005.

Se realizan dos ejercicios dentro de la muestra. Primero, se mide por separado el efecto de distintos horizontes de predicción y grados de suavización de la inflación sobre la relación causal entre M3 y la inflación. Luego, se fijan un horizonte de predicción y una extensión de las medias móviles de la inflación a predecir, que sean iguales, y se evalúa la evolución de la relación causal entre M3 y la inflación, cuando ambas varían al mismo tiempo.

El primer grupo de ejercicios muestra que: (i) cuanto más largo sea el horizonte de predicción, menos ayudará M3 a predecir la inflación mejor que un modelo autorregresivo; y (ii) cuanto más larga sea la media móvil de la inflación que se desea predecir (es decir, cuanto mayor sea el grado de suavización de la inflación), más información proporcionará M3 sobre la inflación futura por encima de la que ofrece un modelo autorregresivo.

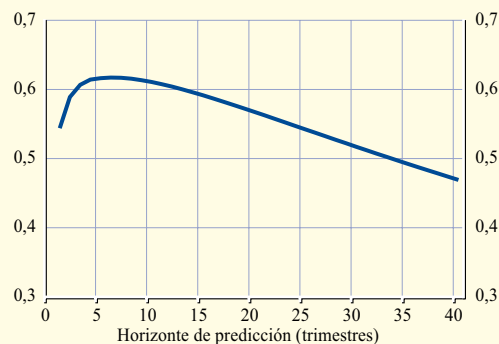
El segundo grupo de ejercicios muestra que la predictibilidad relativa del crecimiento de M3 para la inflación suavizada tiene la forma de una U invertida, situándose el máximo entre cuatro y diez trimestres (véase gráfico A). Si se acortan el horizonte de predicción y la extensión de las medias móviles, el efecto beneficioso de aumentar el grado de suavización de la inflación prevalece sobre el coste de alargar el horizonte de predicción. Sin embargo, a medida que se alarga el horizonte, dicho coste acabará prevaleciendo sobre los beneficios de aumentar el grado de suavización, creando la forma de U invertida. La predictibilidad relativa es (aproximadamente) máxima para los horizontes de predicción y la extensión de las medias móviles que los expertos del BCE utilizan en el análisis monetario.

La evidencia presentada anteriormente está dentro de la muestra. Sin embargo, para fines de política monetaria es deseable que los indicadores de la inflación futura basados en M3 proporcionen una señal fiable fuera de la muestra, dado que en el análisis en tiempo real no se puede contar con información procedente de la muestra completa. Reichlin y Lenza (2007) realizan una evaluación fuera de la muestra de los indicadores basados en M3 con doce trimestres de adelanto para la media móvil de doce trimestres de la inflación. En cada período, se obtienen estos indicadores utilizando solamente la parte de la muestra disponible en el momento en que se obtiene el indicador, y la muestra de la evaluación abarca desde el primer trimestre del año 1986 hasta el cuarto trimestre del 2005³. El gráfico B recoge la inflación observada (línea azul gruesa), el modelo bivalente de indicador de inflación basado en M3 (línea azul fina), una predicción de la inflación basada únicamente en los retardos de la inflación (línea discontinua verde) y, finalmente, la predicción de paseo aleatorio de la inflación

3 Sin embargo, cabe observar que los datos han sido revisados a partir del cuarto trimestre del 2005, por lo que se trata de un pseudo ejercicio fuera de la muestra.

2 Reichlin L. y M. Lenza (2007), «On short-term and long-term causality of money to inflation: understanding the problem and clarifying some conceptual issues». Puede consultarse en www.ecare.ulb.ac.be/ecare/people/members/reichlin/reichlin.html.

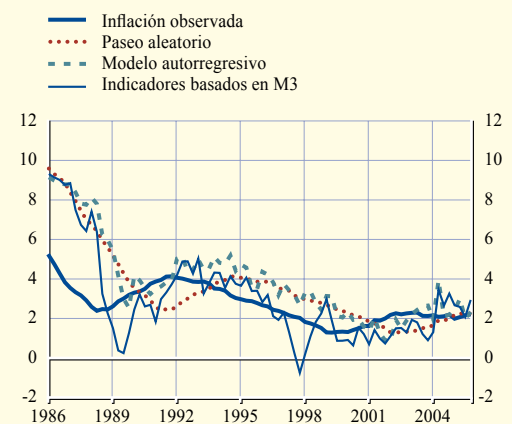
Gráfico A Una medida dentro de la muestra de la predictibilidad relativa de M3 respecto a la inflación



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El eje vertical muestra el valor de la relación de causalidad de Granger entre el crecimiento monetario y la inflación, es decir, una medida de la predictibilidad relativa. Un valor más alto indica que se obtiene un mayor beneficio relativo al añadir el crecimiento monetario a un modelo de inflación.

Gráfico B Predicciones fuera de la muestra de la media móvil de doce trimestres de la inflación, con doce trimestres de adelanto



Fuente: Estimaciones del BCE.

(línea de puntos roja), que prevé que la inflación en los doce trimestres siguientes será igual a la media móvil de la inflación de los últimos doce trimestres observada en la muestra. Se trata de una referencia de no predictibilidad (relativa): si supera todos los indicadores basados en modelos más complejos, se podrá concluir que la inflación es difícil de predecir.

El gráfico B revela que M3 añade información a los retardos de la inflación, dado que, en general, los indicadores de inflación basados en M3 se aproximan más a la inflación observada que las predicciones exclusivamente basadas en los retardos de la inflación. Asimismo, en promedio, los indicadores de inflación basados en M3 siguen mejor la trayectoria de la inflación observada que el modelo de paseo aleatorio. Los indicadores de inflación basados en M3 se ven afectados por episodios de volatilidad ocasionales, pero persistentes. En el análisis monetario en tiempo real es fundamental reducir esta volatilidad, filtrando las series de M3 sobre la base de la información fuera del modelo obtenida de un detallado análisis de los datos monetarios, lo que permite mejorar los resultados del indicador basado en el dinero⁴. En los últimos años, los indicadores basados en M3 no han superado el modelo de paseo aleatorio. A este respecto, los indicadores basados en el dinero no son distintos de una amplia variedad de otros indicadores económicos y financieros de la inflación futura, dado que, en muchos países, incluida la zona del euro, la predictibilidad de la inflación ha disminuido notablemente en los últimos años, debido a la estabilidad del comportamiento de la inflación⁵. El hecho de que el bajo nivel y la reducida volatilidad de la inflación sean consecuencia, en parte, de la mayor eficacia de la política monetaria en mantener la estabilidad de precios indicaría que los resultados de estos modelos sencillos deberían denominarse «indicadores basados en el dinero», en lugar de «predicciones basadas en el dinero».

4 Para una descripción de los métodos de corrección de las series monetarias utilizados en el BCE y para una evaluación en tiempo real de la capacidad de predicción de los indicadores de la inflación futura obtenidos con estos métodos, véase Fischer B., M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin (2006), «Money and monetary policy: the ECB experience 1999-2006», de próxima publicación en A. Beyer and L. Reichlin (eds.), The role of money: money and monetary policy in the 21st century.

5 Fischer, Lenza, Pill y Reichlin (2006), Hofmann B. (2006), «Do monetary indicators (still) predict euro area inflation?», Deutsche Bundesbank Discussion papers, Series 1: Economic studies, n.º 18/2006, y Lenza M. (2006), «Does money help to predict inflation in the euro area». Puede consultarse en <http://student.ulb.ac.be/~mlenza>.

Con este estudio se persiguen dos objetivos. En primer lugar, en aras de la transparencia, el artículo da a conocer la amplitud y profundidad de los instrumentos y procedimientos utilizados por los expertos del BCE en el análisis monetario que realizan en tiempo real. En particular, el artículo muestra cómo los instrumentos existentes han evolucionado en los últimos años y cómo se han desarrollado nuevas herramientas para superar las dificultades prácticas del análisis monetario. En segundo lugar, el artículo tiene por objeto actualizar la descripción y el análisis de la evolución monetaria presentados en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE MEDIADOS DEL 2004

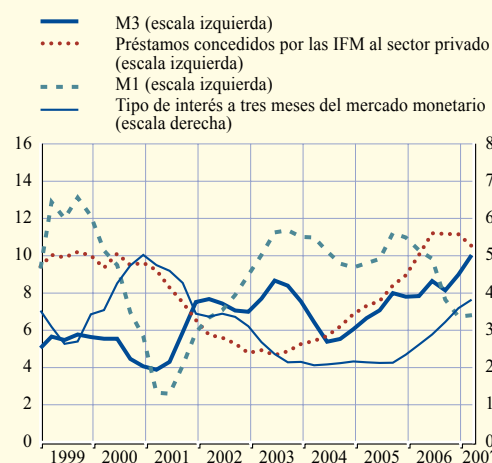
Desde mediados del 2004, el crecimiento monetario de la zona del euro se ha intensificado, alcanzando tasas muy elevadas en términos históricos. Así lo demuestra la tendencia al alza registrada en ese período por la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3, que ha pasado de algo menos del 5% a comienzos del 2004 a más del 10% a principios del 2007. El 10,9% alcanzado en marzo del 2007 fue la tasa de crecimiento interanual de M3 más alta observada desde el inicio de la tercera fase de la UEM (véase gráfico 1).

Sin embargo, para tener una visión general de la evolución monetaria es fundamental adoptar un enfoque amplio, en lugar de limitarse a considerar la evolución de un único agregado monetario o de una sola medida de la liquidez. A estos efectos, es necesario evaluar la evolución de otros indicadores monetarios, como los componentes y las contrapartidas de M3.

Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual del agregado estrecho M1 (que incluye el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, los dos componentes más líquidos de M3) muestra un patrón ligeramente diferente, al reflejar de cerca la evolución de los tipos de interés a corto plazo. A mediados del 2004, M1 ya registraba una tasa de crecimiento interanual superior al 10%, nivel que mantuvo, en general, a lo largo del período de tipos

Gráfico 1 Agregados monetarios, préstamos concedidos por las IFM al sector privado y tipo de interés a corto plazo

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



Fuente: BCE.

Nota: Los datos trimestrales se obtienen a partir de la media de las series mensuales.

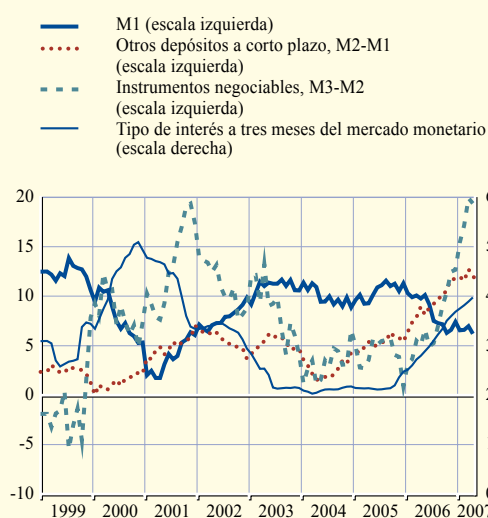
de interés históricamente bajos observado en la zona del euro hasta finales del 2005. Como resultado de las subidas de los tipos de interés a corto plazo llevadas a cabo en el 2006, la tasa de crecimiento interanual de M1 se moderó, aunque rondaba todavía el 7% a principios del 2007.

Por lo que se refiere a la expansión del crédito, el aumento del crecimiento interanual de M3 desde mediados del 2004 ha ido a la par con la aceleración de la demanda de préstamos de las IFM al sector privado (la principal contrapartida de M3 en el activo del balance de las IFM)². El endeudamiento del sector privado mostró una tendencia al alza en el 2004 y el 2005, alcanzando niveles máximos próximos al 12% a mediados del 2006. Sin embargo, a medida que iba materializándose el impacto de la elevación de los tipos de interés a corto plazo, el crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado se fue moderando ligeramente a partir del segundo semestre del 2006, aunque se mantuvo en tasas de dos dígitos.

2 Las IFM de la zona del euro son «instituciones financieras monetarias», el sector creador de dinero en el marco estadístico del Euro-sistema. Este sector comprende el BCE, los bancos centrales nacionales, las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario.

Gráfico 2 Componentes de M3 y tipo de interés a corto plazo

(tasas de variación interanual; en porcentaje)



Fuente: BCE.

La evolución monetaria y crediticia observada entre mediados del 2004 y finales del 2005 difiere de la experimentada en el anterior período de fuerte crecimiento de M3 registrado en la zona del euro entre mediados del 2001 y el 2003³. En particular, la relación entre el crecimiento de M3 y la evolución de los préstamos de las IFM al sector privado es muy distinta. En el episodio anterior, el elevado crecimiento de M3 estuvo asociado al reducido endeudamiento del sector privado. Al quebrarse el nivel de confianza de las empresas y los consumidores tras la fuerte caída de los precios de las acciones y los atentados terroristas del 2001, estos sectores se mostraron cautelosos a la hora de endeudarse, prefiriendo orientarse hacia activos monetarios seguros y líquidos. El crecimiento monetario y la expansión del crédito se movieron pues en direcciones opuestas. Por el contrario, desde el 2004 el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés y el posterior fortalecimiento de la actividad económica han propiciado la demanda de dinero por motivo de transacción y el endeudamiento para financiar el gasto y la inversión. Por consiguiente, tal y como muestra el gráfico 1, el crecimiento monetario y la expansión del crédito han aumentado de forma paralela.

La opinión de que la evolución monetaria observada desde mediados del 2004 no tiene la misma naturaleza que la registrada entre el 2001 y el 2003 es respaldada por una valoración más detallada de los componentes y las contrapartidas de M3. Este ejercicio es uno de los principales elementos del análisis en tiempo real llevado a cabo por los expertos del BCE, y sustenta la interpretación de la evolución reciente.

Por ejemplo, entre el 2001 y el 2003 el dinamismo de M3 fue impulsado por la pujanza de los «instrumentos negociables» (véase gráfico 2)⁴. Este componente de M3 incluye instrumentos, como las participaciones en fondos del mercado monetario, que se utilizan para «aparcar» los ahorros en activos líquidos y seguros en épocas de elevada incertidumbre, dado que los costes de sustitución de instrumentos no monetarios alternativos son relativamente reducidos. En cambio, entre mediados del 2004 y finales del 2005, el crecimiento de M3 fue principalmente estimulado por el alto crecimiento de M1. Por lo tanto, la expansión monetaria observada durante el último período se caracterizó por una liquidez mucho mayor que la registrada en el período anterior.

La subidas de los tipos de interés a corto plazo llevadas a cabo desde finales del 2005 tuvieron como resultado una ligera moderación del crecimiento de M1 y un aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro. En consecuencia, aumentó el atractivo de los depósitos a corto plazo incluidos en M3 (cuya remuneración es muy próxima a los tipos de mercado a corto plazo) en relación con los activos a más largo plazo no incluidos en M3. Por otro lado, a finales del 2006 se intensificó notablemente el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3, que los inversores adquirirían por motivos de gestión de cartera, para evitar el riesgo crediticio que suponía man-

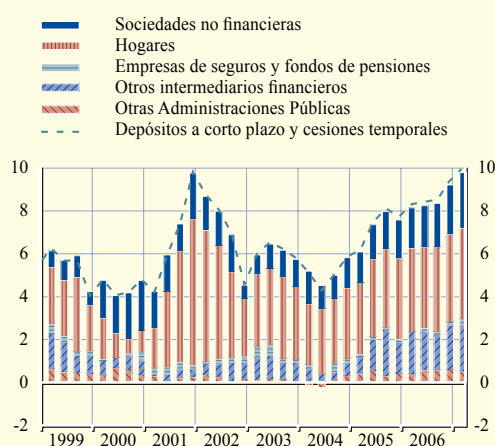
3 Para un análisis de las diferencias entre los dos períodos, véase el recuadro 1, titulado «La distinta naturaleza de la dinámica de fuerte crecimiento monetario en los últimos años», en el Informe Anual del BCE del año 2005.

4 Valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años, participaciones en fondos del mercado monetario y cesiones temporales de las IFM con el sector tenedor de dinero.

5 El gráfico 3 muestra la evolución por sectores de los depósitos y cesiones temporales incluidos en M3, el agregado más amplio para el que se dispone de información oficial sobre los sectores tenedores.

Gráfico 3 Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Los datos del sector informante anteriores al 2004 son estimaciones.

tener valores de renta fija a más largo plazo ante la posibilidad de nuevas subidas de los tipos de interés. Así pues, en el 2006 y a comienzos del 2007, más que flujos de salida hacia activos alternativos no incluidos en M3, la elevación de los tipos de interés de mercado ha originado sustituciones dentro de M3 y hacia este agregado.

Los distintos factores que han determinado el crecimiento de M3 entre el 2001 y el 2003 y desde mediados del 2004 se reflejan también en el patrón de tenencias de dinero por sectores (véase gráfico 3)⁵. En el período anterior, como consecuencia de la elevada volatilidad de los mercados financieros se observó un fuerte aumento de las tenencias de dinero de los hogares, en busca de mayor seguridad. Posteriormente, se incrementaron también las tenencias de dinero de las sociedades financieras y no financieras. Por el contrario, en el último período las tenencias de dinero de los hogares crecieron más lentamente, aunque de forma constante, lo que sugiere que este ascenso no se debió a perturbaciones repentinas sino más bien a la evolución tendencial subyacente. Además, entre mediados del 2004 y el 2006, los depósitos de M3 de las sociedades no financieras y, en particular, de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empre-

sas de seguros y de los fondos de pensiones (es decir, los otros intermediarios financieros) crecieron de forma significativa.

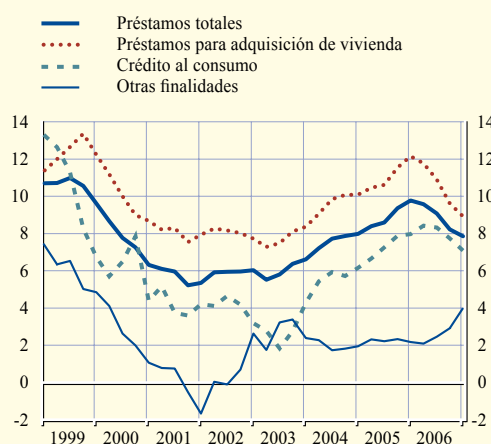
En efecto, el aumento de los depósitos de los otros intermediarios financieros contribuyó sustancialmente al intenso crecimiento de M3 observado entre el 2005 y el 2006. En general, las tenencias de dinero de este sector muestran un acusado patrón cíclico caracterizado por la volatilidad, lo que dificulta la determinación de la tendencia subyacente en tiempo real. El análisis de los depósitos de los otros intermediarios financieros se complica todavía más, debido a que, con frecuencia, las tenencias de dinero de este sector no están directamente relacionadas con los precios de producción y de consumo, sino con operaciones financieras que pueden repercutir en primer lugar en los precios de los activos.

Un análisis detallado de la composición de los préstamos al sector privado confirma y refuerza la opinión de que los dos últimos períodos de vigoroso crecimiento monetario son de naturaleza diferente. El aumento de las tenencias de dinero observado entre el 2001 y el 2003 se produjo en un contexto de menor crecimiento de los préstamos a los hogares y las sociedades no financieras. En cambio, el carácter más general del elevado crecimiento de M3 registrado desde mediados del 2004 se refleja en el mayor crecimiento de los préstamos, para todas las finalidades y todos los plazos.

El detalle de los préstamos de las IFM a hogares muestra que el crecimiento del crédito al consumo disminuyó entre el 2001 y el 2003, reflejo del descenso de la confianza de los consumidores, del aumento del desempleo y del menor crecimiento de la renta. Al mismo tiempo, la expansión de los préstamos para adquisición de vivienda se moderó (véase gráfico 4). Entre el 2004 y mediados del 2006, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se cuadruplicó, al aumentar la confianza y el gasto. Los préstamos para adquisición de vivienda crecieron también de forma sostenida, alcanzando niveles muy altos en el 2006. Tras las subidas de los tipos interés realizadas a partir de diciembre del 2005, la demanda de préstamos por parte de los hogares se redujo levemente, aunque se mantuvo en niveles elevados hasta comienzos del 2007.

Gráfico 4 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares

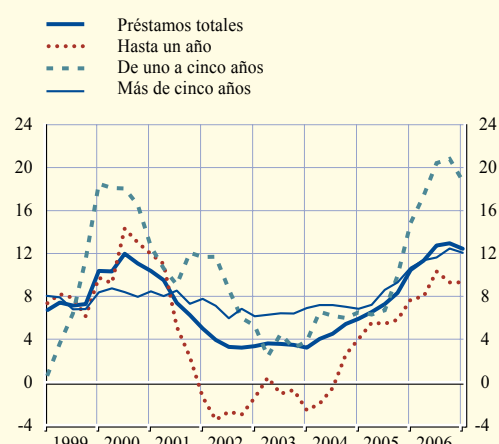
(tasas de variación interanual; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 5 Préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras

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



Fuente: BCE.

La demanda de préstamos de las IFM por parte de las sociedades no financieras, desglosados por vencimientos, presenta un patrón similar. Durante el primer período de fuerte crecimiento monetario, la expansión del crédito disminuyó en todos los plazos. Por el contrario, desde el 2004 los préstamos a empresas han aumentado de forma constante, sobre todo en los plazos más cortos (véase gráfico 5). Sólo en los datos más recientes se han empezado a observar ciertas señales de moderación ante las subidas de los tipos de interés a corto plazo. La respuesta más lenta de los préstamos a empresas a la elevación de los tipos de interés está en línea con las regularidades históricas, lo que sugiere que la demanda de préstamos por las sociedades no financieras alcanza su punto de inflexión con retraso respecto a la demanda de préstamos por los hogares⁶.

Tal y como se deduce de la explicación anterior, la similitud de la evolución general de M3 durante los dos episodios recientes de fuerte crecimiento de M3 oculta la evolución divergente de los componentes, las contrapartidas y las tenencias por sectores. El análisis en tiempo real de la evolución monetaria llevado a cabo por los expertos del BCE ha identificado estas diferencias y ha ofrecido explicaciones distintas del crecimiento de M3, con im-

plicaciones potencialmente diferentes para la política monetaria.

Con el beneficio del examen retrospectivo, el BCE ha desarrollado varios modelos econométricos, que permiten dotar a este análisis de mayor profundidad y amplitud. El recuadro 2 describe un análisis basado en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico de la zona del euro. Este modelo se utiliza para descomponer la evolución de M1 y M3 en las contribuciones de la evolución de una serie de perturbaciones económicas identificadas por el modelo.

En línea con las conclusiones extraídas del análisis en tiempo real, esta desagregación basada en un modelo sugiere que factores muy distintos han determinado el fuerte crecimiento monetario entre el 2001 y el 2003, y también desde el 2004. En particular, el primer episodio estuvo asociado a una mayor preferencia por la liquidez por parte de los tenedores de dinero, mientras que el segundo estuvo determinado, entre otros factores, por el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo (reflejo de la orientación acomodaticia de la política monetaria).

⁶ Véase el recuadro 6, titulado «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2007.

Recuadro 2

DESAGREGACIÓN ESTRUCTURAL DEL CRECIMIENTO MONETARIO

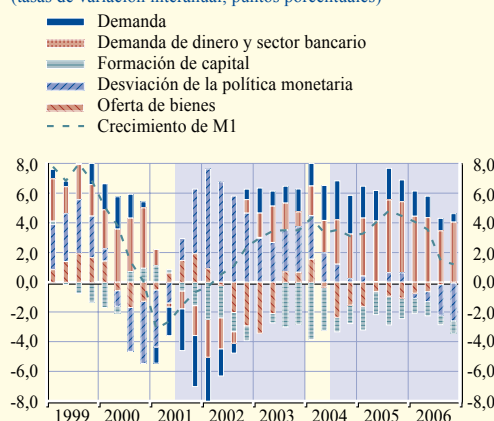
Como ocurre con todas las variables macroeconómicas, los agregados monetarios varían a lo largo del tiempo como consecuencia de un gran número de fuerzas fundamentales. Algunas de ellas tienen su origen en el sistema financiero, como los cambios en la forma en que se realizan las operaciones monetarias y las innovaciones en los servicios bancarios. Otras influyen indirectamente sobre los agregados monetarios a través de su efecto en las variables macroeconómicas, como la renta, el consumo y la inflación, que son importantes factores determinantes de la demanda de dinero. Un buen ejemplo son las perturbaciones que afectan a la productividad o a la confianza de los consumidores. Los cambios en las preferencias de los tenedores de dinero respecto a la liquidez son otro factor determinante.

Para calibrar la contribución de cada una de estas fuerzas a la evolución observada de los agregados monetarios, es necesario utilizar un modelo estructural en el que se pueda identificar y cuantificar el impacto causado por perturbaciones de naturaleza y origen diferentes. Estas perturbaciones influyen sobre el consumo, la inversión y las decisiones financieras. En el presente recuadro se utiliza un modelo estructural de equilibrio general dinámico y estocástico (DGSE) con fricciones financieras y un sector bancario explícito para realizar ese ejercicio, reconociéndose que los resultados obtenidos son específicos para este marco de modelización¹. Pese a la riqueza de su estructura, estos modelos siguen siendo estilizados y no permiten captar plenamente todos los factores que determinan el crecimiento de los agregados monetarios. Por ejemplo, el modelo que se emplea aquí omite la dimensión externa de la evolución monetaria. No obstante, el ejercicio sirve de complemento del análisis monetario en tiempo real que se describe en el texto principal² del artículo.

En un modelo DSGE, la respuesta de la política monetaria a la evolución económica y monetaria debe describirse explícitamente en forma de una sencilla «función de reacción» estimada, que relacione los tipos de interés a corto plazo con una serie de variables endógenas, concretamente, la inflación, el producto y el crecimiento monetario. En la realidad, esta norma no permite tener en cuenta la complejidad del proceso de formulación de la política monetaria. Así pues, se introducen «perturbaciones en la política monetaria» que cierran la brecha entre la predicción del tipo de interés oficial

Gráfico A Desagregación del crecimiento real de M1

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

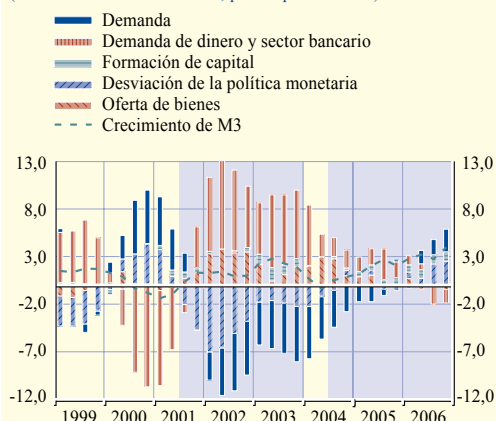
Nota: Tasas interanuales (un año sobre otro) de crecimiento real per cápita de M1 en desviación respecto a la media del modelo, que es del 3,5%. Como deflactor se utiliza el deflactor del PIB.

1 El modelo se describe en Christiano L., R. Motto y M. Rostagno (2003): «The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), diciembre. Un análisis reciente se presenta en Christiano, L., R. Motto y M. Rostagno (2007): «Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001», que se publicará en *Journal of Economic Dynamics and Control*.

2 En el presente recuadro se utiliza un modelo de economía cerrada. Así pues, se omiten las relaciones internacionales y, por consiguiente, resulta imposible tomar en consideración —basándose en el modelo— factores que, por ejemplo, influyen en los agregados monetarios a través de una variación de la posición acreedora neta de los intermediarios financieros de la zona del euro.

Gráfico B Desagregación del crecimiento real de M3

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Tasas interanuales (un año sobre otro) de crecimiento real per cápita de M3 en desviación respecto a la media del modelo, que es del 2,8%. Como deflactor se utiliza el deflactor del PIB.

que entraña la función de reacción y el tipo de interés observado. Si los tipos de interés son más bajos de lo previsto basándose en la regla sencilla que incorpora el modelo, ello se manifestaría en una perturbación negativa en la política monetaria, es decir, una desviación del tipo efectivamente observado, inferior a la predicción de la norma incorporada en el modelo.

Habida cuenta de todo esto, en el gráfico A se presenta una desagregación del crecimiento real de M1 desde el primer trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre del 2006, tomando como base el modelo DSGE. La línea discontinua de color verde indica la desviación de la tasa de crecimiento interanual con respecto a la media de la muestra. El crecimiento de M1 se descompone en las contribuciones de cinco categorías de perturbaciones, cada una de las cuales está representada por una barra. Algunas de estas perturbaciones son persistentes y el efecto de la mayoría

de ellas se propaga con el tiempo a través de la estructura económica que recoge el propio modelo. Los desfases en la transmisión de las perturbaciones que afectan a la política monetaria a toda la economía constituyen un ejemplo bien conocido de esa propagación. Así pues, en principio una perturbación puede seguir siendo un importante factor determinante del crecimiento monetario aun en el caso en que la propia perturbación se haya producido en un período anterior.

Según el modelo, desde mediados del 2001 hasta el 2005, los tipos de interés nominales se situaron en niveles sensiblemente inferiores a los que se habrían previsto basándose en la norma sobre reacción de los tipos de interés incorporada en el modelo. Los bajos tipos de interés a corto plazo resultantes contribuyeron de forma significativa al crecimiento real de M1 durante todo el período comprendido entre mediados del 2001 y principios del 2004 (véanse las barras de «desviación de la política monetaria» del gráfico A). En la primera parte del período, este efecto de estímulo se compensó en parte con un impacto negativo proveniente de las perturbaciones de la demanda (por ejemplo, descensos de la confianza de los consumidores, que dan lugar a una renuencia a gastar con cargo a la renta y, por lo tanto, reducen la demanda de dinero para operaciones [véanse las barras de «demanda»]). No obstante, a medida que la economía se recuperó en el 2004, este efecto compensador se disipó, dando paso a un incremento del crecimiento real de M1.

El período comprendido entre los años 2004 y 2006 se caracteriza por la contribución positiva de una mayor confianza de los consumidores (barras de «demanda»), que refleja una reactivación del motivo operaciones al recuperarse la actividad económica. Además, las significativas perturbaciones positivas sobre la preferencia por las tenencias de activos monetarios más líquidos en las carteras patrimoniales de los consumidores (el principal componente en el que se basan las barras de «demanda de dinero y sector bancario» del gráfico A) incrementaron las tenencias de M1 en comparación con las tenencias de M3-M1. Hubo que esperar al año 2006 para que la supresión gradual de la política monetaria acomodaticia tuviera un efecto a la baja sobre el

crecimiento de M1, que se reflejó en la contribución negativa de las barras de «desviación de la política monetaria».

De la misma manera, en el gráfico B se desagrega, en sus distintos componentes, la desviación de la tasa de crecimiento de M3 real con respecto a la media histórica. Durante el período comprendido entre el 2001 y el 2003, el dinámico crecimiento de M3 tiene, en gran medida, su explicación en los aumentos de las preferencias de liquidez de los tenedores de dinero (barras de «demanda de dinero y sector bancario»), que puede considerarse que tuvieron su origen en la mayor demanda de activos monetarios seguros y líquidos por parte de los residentes en la zona del euro en un momento de fuerte incertidumbre económica y financiera en los mercados (como se menciona en el texto del artículo). Este efecto de estímulo se compensó, en parte, por la debilidad de la demanda agregada y el gasto, reflejada en la contribución negativa de las barras de «demanda».

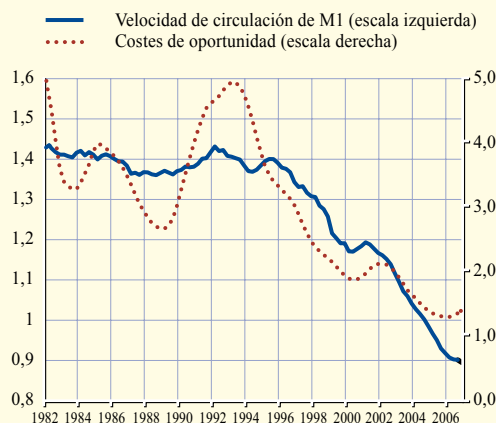
Por el contrario, la evolución del crecimiento de M3 en el período transcurrido a partir de mediados del 2004 tiene su explicación, en gran medida, en las fuerzas reales. Una mejora gradual de la propensión al consumo (barras de «demanda») ha respaldado la demanda de los instrumentos para operaciones que se incluyen en M3. Además, el modelo asocia también el crecimiento de M3 en esta etapa con una valoración más favorable de la riqueza financiera (mercado bursátil) que, en el modelo atenúa las restricciones en materia de garantías y, por consiguiente, crea un incentivo para que las empresas acumulen capital. Estas fuerzas son, durante este período, el principal componente en el que se basan las barras de «formación de capital». También reflejan la mayor propensión de los bancos a conceder préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante de las empresas y préstamos a largo plazo para financiar la formación bruta de capital fijo.

Finalmente (y como anticipación al análisis de la sección 5 del artículo), la contribución positiva de las perturbaciones de la política monetaria al crecimiento de M3 en los últimos trimestres del 2006 podría reflejar la supresión gradual de la política acomodaticia que, en la medida en que se traduce en cierto aplanamiento de la curva de rendimientos, da lugar a una sustitución inicial de activos a corto plazo incluidos en M3 por activos a largo plazo no incluidos en el agregado (como también se documenta en el recuadro 4).

El presente recuadro ilustra cómo los análisis basados en modelos pueden ser un complemento de los análisis en tiempo real examinados en el texto del artículo. Cuando los tipos de interés han sido inferiores a los niveles medios de los tipos oficiales del BCE, se ha observado, en promedio, un mayor crecimiento de M1, lo que ha incentivado, al mismo tiempo, a los inversores para diversificar sus carteras, sustituyendo M1-M3 por instrumentos con una remuneración más elevada. Durante el período comprendido entre mediados del 2001 y el 2003, este mecanismo contribuyó positivamente al crecimiento de M1, mientras que el efecto moderador sobre el crecimiento de M3 se compensó con creces con un acusado repunte de la preferencia de liquidez debido a los desplazamientos hacia activos monetarios más seguros. En tercer lugar, en el período más reciente, la supresión gradual de la política monetaria acomodaticia ha comenzado a limitar el crecimiento de M1, mientras que los factores determinantes de la sólida recuperación económica y financiera han mantenido el crecimiento de M3 en niveles elevados.

Gráfico 6 Velocidad de circulación de M1 frente a costes de oportunidad

(logaritmos; puntos porcentuales)

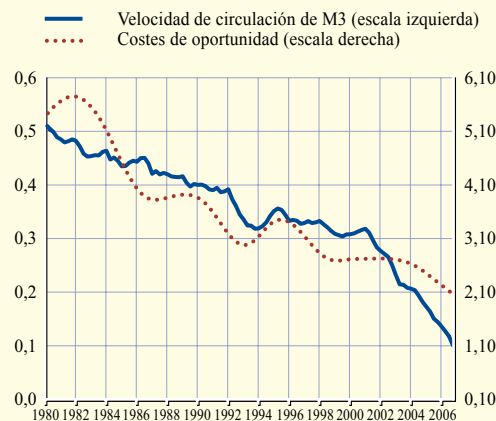


Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El coste de oportunidad se define como la diferencia entre el rendimiento propio de M3-M1 y el rendimiento propio de M1. Los costes de oportunidad han sido suavizados con una media móvil de ocho trimestres.

Gráfico 7 Velocidad de circulación de M3 frente a costes de oportunidad

(logaritmos; puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El coste de oportunidad se define como la diferencia entre el tipo de interés a largo plazo y el rendimiento propio de M3. Los costes de oportunidad han sido suavizados con un filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda = 400$).

3 EL IMPACTO DEL BAJO NIVEL DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE MEDIADOS DEL 2004

Una de las características distintivas de los últimos años ha sido el nivel históricamente bajo de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro. A primera vista, es razonable considerar que, en igualdad de condiciones, la reducción de los tipos de interés aceleraría la expansión monetaria, dado que la tenencia de dinero resultaría más atractiva que la de activos financieros alternativos remunerados a tipos de mercado. Esta relación está incorporada en los modelos teóricos y empíricos convencionales de crecimiento monetario. En este contexto, el bajo nivel de tipos de interés parece ser naturalmente uno de los principales factores determinantes de la fortaleza del crecimiento monetario observada en la zona del euro desde el 2004.

Un método sencillo para investigar el fundamento de esta explicación es estudiar la relación entre la velocidad de circulación del dinero (es decir, la renta nominal en relación con el dinero nominal) y la evolución de los tipos de interés (o, más concretamente, las variaciones del coste de oportunidad de mantener dinero frente a mantener activos fi-

nancieros alternativos). Al estudiar la velocidad de circulación, en lugar del propio dinero, se tiene en cuenta el volumen de gasto (lo que influye obviamente en la demanda de dinero por motivo de transacción) y se centra la atención en la incidencia de los tipos de interés en las tenencias de dinero.

Los gráficos 6 y 7 muestran las velocidades de circulación de M1 y M3 frente al respectivo coste de oportunidad de mantener estos activos. Para M1, el coste de oportunidad se define como la diferencia entre el rendimiento propio de M3-M1 y el rendimiento propio de M1. Dada la reducida remuneración de los instrumentos incluidos en M1 (efectivo de rentabilidad cero y depósitos a la vista), los costes de oportunidad de M1 se sitúan, en la práctica, en un nivel muy similar al de los tipos de interés a corto plazo. Para M3, el coste de oportunidad se define como la diferencia entre el tipo de interés a largo plazo y el rendimiento propio de M3. Así pues, el coste de oportunidad de mantener M3 puede tener un comportamiento bastante distinto al de los tipos de interés a corto plazo.

Los dos gráficos muestran que, en los últimos años, la velocidad de circulación ha disminuido más de lo que justificaría la evolución de los tipos de inte-

rés y de los costes de oportunidad (al menos, utilizando el sencillo método de medición descrito anteriormente). Aunque de forma simplificada, ello equivale a mostrar que el crecimiento monetario observado desde el 2001 ha sido más vigoroso de lo que cabría esperar basándose en la evolución de los determinantes convencionales de la demanda de dinero como, por ejemplo, los que están incorporados en una ecuación de demanda de dinero.

Existen dos posibles explicaciones generales de este fenómeno. Por un lado, en la evolución monetaria pueden haber influido notablemente factores que las especificaciones convencionales de la demanda de dinero no recogen. Ésta es la explicación probable del pronunciado descenso de la velocidad de circulación de M3 registrado entre el 2001 y el 2003, período en el que la elevada incertidumbre financiera y económica influyó de forma significativa en el aumento de la demanda de activos monetarios líquidos y seguros⁷. Por otro lado, la relación entre la evolución monetaria y sus determinantes convencionales puede haber cambiado. Por ejemplo, la sensibilidad del crecimiento monetario a variaciones de los tipos de interés (en términos técnicos, la semielasticidad de la demanda de dinero a los tipos de interés, que se mantiene constante en los modelos convencionales de demanda de dinero) puede haber aumentado en los últimos años, debido, posiblemente, a que suele elevarse, al tiempo que baja el nivel de los tipos de interés, hipótesis que se analiza con más detalle en el resto de esta sección.

En la literatura académica, se han alegado varias razones para explicar por qué la sensibilidad de la evolución monetaria a los tipos de interés puede aumentar si bajan los tipos de interés. En primer lugar, se ha argumentado que el pasar de un régimen de elevada inflación y altos tipos de interés a un régimen de inflación firmemente anclada en niveles reducidos y tipos de interés nominales más bajos crea un aumento transitorio de las tenencias de dinero⁸. En consecuencia, en un período de desinflación las tenencias de dinero subirían y los tipos de interés bajarían.

Otra explicación de la mayor sensibilidad de la evolución monetaria a variaciones de los tipos de

interés en períodos en que éstos son bajos es la presencia de costes fijos de sustitución entre activos monetarios y no monetarios⁹. Estos costes fijos de sustitución tendrían una importancia relativamente reducida ante tipos de interés altos (es decir, representarían una pequeña fracción de la diferencia entre la remuneración de los activos monetarios y la de los activos no monetarios), pero serían un importante factor determinante de la sustitución de los activos monetarios por activos no monetarios ante tipos de interés bajos. Por consiguiente, la existencia de costes fijos de sustitución puede originar una situación en la que las tenencias de dinero crecen más intensamente ante un determinado descenso de los tipos de interés, cuando el nivel general de los tipos de interés es bajo.

(I) ANÁLISIS DE M1

Dado que no existe una diferencia significativa entre el nivel de los tipos de interés a corto plazo y el coste de oportunidad de mantener activos de M1 en lugar de activos alternativos, cuando se estudia la relación entre el nivel de los tipos de interés y el crecimiento monetario es natural empezar con M1. Para abordar las cuestiones señaladas anteriormente, es necesario adoptar un marco que permita que la sensibilidad del crecimiento monetario varíe con el nivel de los tipos de interés. Los expertos del BCE utilizan un enfoque de esta clase, basado en una especificación de la evolución monetaria relacionada con el inverso de los costes de oportunidad. Como se aprecia en el gráfico 8, según esta especificación la respuesta hipotética del dinero a un descenso de 25 puntos básicos de los costes de oportunidad aumenta a medida que baja el nivel de los costes de oportunidad.

El gráfico 9 presenta la velocidad de circulación de M1 frente a una medida del coste de oportunidad de M1 basada en la especificación que contempla un aumento de la sensibilidad del dinero a variaciones de los tipos de interés, cuando éstos son bajos. Tal y

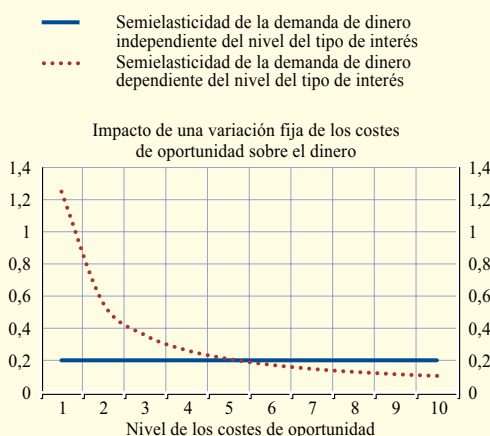
7 Para una evaluación más detallada, véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

8 Véase, por ejemplo, Lucas, R. (2000), «Inflation and welfare», *Econometrica*, vol. 68, n.º 2, pp. 247-274.

9 Véase, por ejemplo, Mulligan, C.B. y X. Sala-i-Martin (1992), «U.S. Money Demand: Surprising Cross-sectional Estimates», *Brooking Papers on Economic Activity*, n.º 2, pp. 285-343.

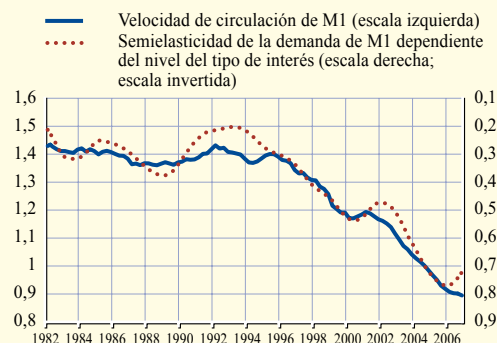
Gráfico 8 Impacto hipotético de un descenso de distintos niveles de los costes de oportunidad sobre el crecimiento monetario

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



Fuente: Estimaciones del BCE.

Gráfico 9 Velocidad de circulación de M1 frente a costes de oportunidad



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Los costes de oportunidad han sido suavizados con una media móvil de ocho trimestres. Se ha aplicado el supuesto de semielasticidad no constante de la demanda de M1.

como demuestra la estrecha correspondencia entre las dos líneas que se aprecia en el gráfico 9 (comparado con el gráfico 6), este ejercicio sugiere que, con un tipo de interés no constante, la semielasticidad puede contribuir a explicar el fuerte crecimiento de M1 observado recientemente.

Este modo de analizar M1 puede incorporarse a un modelo de demanda de dinero y viene siendo utilizado regularmente en el análisis del BCE desde el 2001 (véase el recuadro 1, titulado «Factores que explican el intenso crecimiento de M1», en el Boletín Mensual de abril del 2006). Dentro de este marco, la relación subyacente a largo plazo entre el agregado M1 real y sus principales determinantes no varía a lo largo de todo el período de estimación 1980-2006. Sobre la base de esta ecuación, la tasa de crecimiento interanual de M1 puede descomponerse en las contribuciones de sus principales determinantes, tal y como puede apreciarse en el gráfico 10. En efecto, el gráfico muestra que el intenso crecimiento de M1 registrado hasta finales del 2005 puede explicarse por el reducido y decreciente nivel de los costes de oportunidad. De forma similar, la moderación del crecimiento de M1 observada desde mediados del 2006 puede explicarse, principalmente, por el escaso impacto de los costes

de oportunidad (es decir, la elevación de los tipos de interés a corto plazo).

(2) ANÁLISIS DE M3

Dado que M1 representa aproximadamente la mitad del saldo vivo total de M3, los factores determinantes de la evolución de M1 desempeñarán, naturalmente, un papel significativo en la evolución del crecimiento de M3. Por lo tanto, se puede extraer la conclusión de que la fortaleza del crecimiento de M3 puede explicarse también, en gran medida, por el bajo nivel de los tipos de interés observado en los últimos años, a través de la importante contribución de M1 a la expansión de M3 (véase gráfico 3).

Sin embargo, también cabe reconocer que M3 es un agregado más amplio que M1, por lo que estará probablemente sometido a la influencia de un mayor número de factores, especialmente por motivos de cartera. Mientras que M1 representa una medida del dinero para transacciones, por lo que depende de determinantes convencionales de la demanda de dinero, M3 incluye también activos mantenidos por motivos de ahorro y de gestión de cartera, por lo que depende de un conjunto más amplio de va-

riables. Ejemplo de ello son los desplazamientos de cartera registrados entre el 2001 y el 2003, período durante el cual el descenso de la velocidad de circulación de M3 fue mucho más acusado de lo que cabría esperar de la evolución de los costes de oportunidad, ya que la demanda de activos monetarios aumentó, al buscar los inversores unos activos más seguros ante la volatilidad de los mercados financieros, hecho en gran parte independiente de los correspondientes costes de oportunidad.

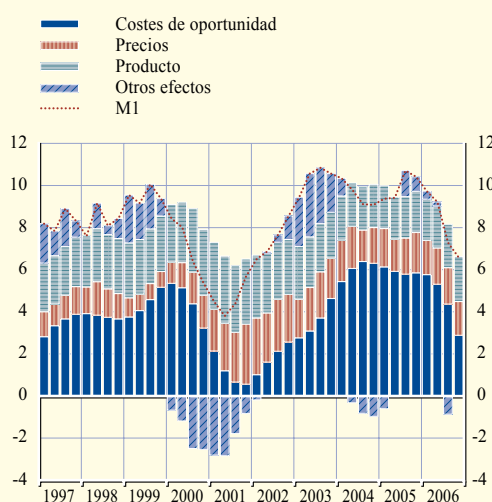
Este episodio es un ejemplo de la necesidad de valorar de forma exhaustiva el comportamiento del sector monetario, a fin de comprender la evolución del agregado monetario amplio en tiempo real. En este contexto, los expertos del BCE han tenido en cuenta varios factores específicos en su valoración e interpretación del fuerte crecimiento monetario observado en los últimos años. Algunos de estos factores pueden estar también relacionados con el bajo nivel de tipos de interés imperante desde el 2003. En aras de la brevedad, en el presente artículo sólo se abordan algunos de los aspectos de este tema. Así pues, la descripción de los cinco aspectos que se presenta a continuación no es exhaustiva y tiene una función puramente ilustrativa, cuyo objeto es dar una idea del análisis en tiempo real que se lleva a cabo. En general, cabe destacar que los factores descritos más abajo reflejan, principalmente, unos procesos continuos que influyen en el crecimiento monetario a lo largo de un extenso horizonte temporal, al tiempo que proporcionan a menudo mayor amplitud a los patrones cíclicos observados en los datos.

A) Un ejemplo de innovación financiera: la aparición de productos estructurados con capital garantizado («retail derivatives»)

En un contexto de bajos tipos de interés y costes de oportunidad (especialmente, tras la pronunciada corrección de los mercados de valores registrada en el período 2000-2003, a raíz de la cual los hogares de la zona del euro se mostraron reacios a exponerse a elevados riesgos de caída de las cotizaciones), las IFM de la zona del euro emitieron productos estructurados con capital garantizado, que combinan los valores distintos de acciones tradicionales con derivados. Ello significa que el instrumento compuesto incorpora un elemento de

Gráfico 10 Detalle de la tasa de crecimiento interanual de M1, por contribuciones

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: «Otros efectos» incluyen los efectos determinísticos del año 2000, las distorsiones producidas en 1999 por la introducción de un sistema de información armonizado, y residuos.

riesgo, como la participación en la rentabilidad de los mercados de renta variable, combinado con opciones que protegen contra las minusvalías derivadas de caídas de los precios de las acciones.

La creación de estos productos (incluidos, en términos estadísticos, en M3, como valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM) fue facilitada por la introducción de una nueva tecnología de la información, que permitió la personalización de nuevos productos de bajo coste y con corto preaviso, respondiendo a las demandas concretas de los inversores al por menor, en cuanto al perfil de riesgo y rentabilidad.

Existe una clara evidencia de que, en los últimos años, en algunos Estados miembros de la zona del euro la demanda de estos productos estructurados ha influido de forma significativa en la evolución del componente de valores distintos de acciones a corto plazo de M3, que ha crecido muy rápidamente. Al mismo tiempo, la participación de los valores distintos de acciones a corto plazo incluidos en M3 es todavía reducida (en abril del 2007, los valores distin-

tos de acciones a corto plazo sólo contribuyeron en un 3% al saldo vivo de M3), por lo que su incidencia en el crecimiento de M3 es todavía limitada.

Desde un punto de vista conceptual, queda alguna duda sobre si los productos estructurados deberían formar parte de los agregados monetarios o si deberían clasificarse como productos no monetarios de inversión, dado que no ofrecen seguridad crediticia. A la hora de extraer la señal subyacente de los agregados monetarios, es importante poder individualizar estos productos estructurados y determinar su impacto sobre el crecimiento de M3.

B) Endeudamiento para financiar las operaciones de fusión y adquisición¹⁰

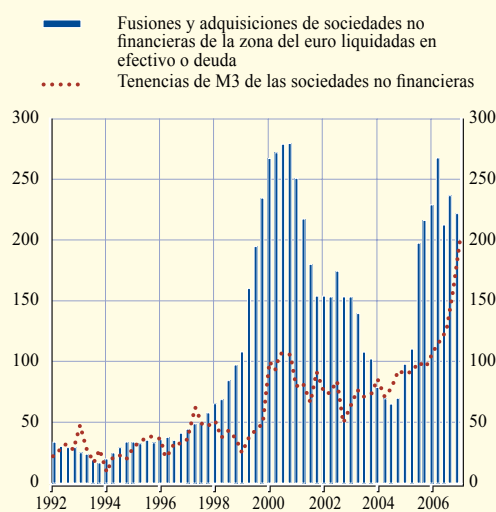
Otro factor ha sido la acumulación de capital por motivos financieros, facilitada por el bajo nivel de los tipos de interés. En particular, desde finales del 2004 las sociedades no financieras han canalizado parte de su creciente endeudamiento hacia operaciones de fusión y adquisición (véase gráfico 11). Contrariamente al auge de las fusiones y adquisiciones observado en el período 1999-2000 (con operaciones realizadas sobre todo en los sectores tecnológicos y, con frecuencia, fuera de la zona del euro), en los últimos años las fusiones y adquisiciones se han extendido a todos los sectores y se han llevado a cabo a escala nacional y entre países de la zona del euro. El mayor endeudamiento destinado a estas operaciones no puede excluirse simplemente de la valoración de la evolución monetaria y crediticia subyacente, que incorpora las señales relevantes para la evolución de los precios. Un análisis monetario exhaustivo ha de tener en cuenta el hecho de que, a través de su impacto sobre los precios de los activos y la situación de liquidez, el endeudamiento contraído para operaciones de fusión y adquisición puede tener implicaciones para la estabilidad de precios, aunque no tenga un acusado impacto inmediato o directo sobre la inversión en capital fijo y la demanda agregada.

C) Importancia creciente del sector de los otros intermediarios financieros para la evolución monetaria

Tal y como se indica en la sección 2, en los últimos años el sector de los otros intermediarios financieros ha adquirido una importancia creciente

Gráfico 11 M3 y operaciones de fusión y adquisición de las sociedades no financieras

(flujos anuales; mm de euros)



Fuentes: BCE, Thomson Financial, Bureau van Dijk (base de datos Zephyr).
Nota: Los datos de fusiones y adquisiciones se refieren a operaciones en las que sociedades no financieras de la zona del euro actúan como compradores.

como factor determinante de la evolución monetaria¹¹. En parte, ello es consecuencia de la «titulización de préstamos», un proceso por el cual los activos bancarios, como los préstamos hipotecarios y los préstamos a empresas (o los riesgos asociados), se agrupan y se transforman en valores negociables, que pueden ser vendidos a los inversores a través de las entidades especiales de financiación (incluidas en el sector de los otros intermediarios financieros).

Existen dos tipos principales de titulización de préstamos: la titulización fuera de balance o real y la titulización sintética¹². Mientras que la tituliza-

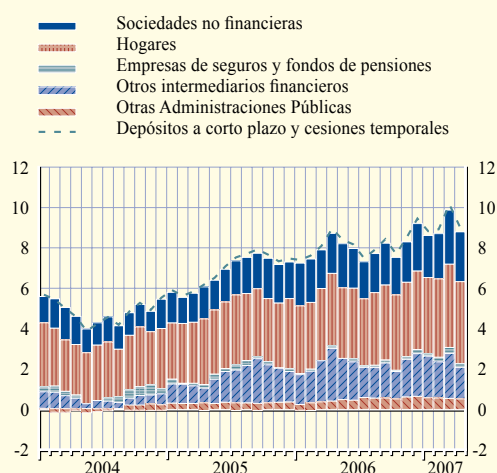
10 Para más detalles, véanse el recuadro 2, titulado «Factores determinantes de la fuerte aceleración de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 4, titulado «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

11 Véase el recuadro 1, titulado «El papel del sector de otros intermediarios financieros en la evolución monetaria», en el Informe Anual del BCE del año 2006.

12 Para más detalles, véase el recuadro 1, titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005.

**Gráfico 12 Contribuciones al crecimiento
interanual de los depósitos de M3, por sectores**

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)

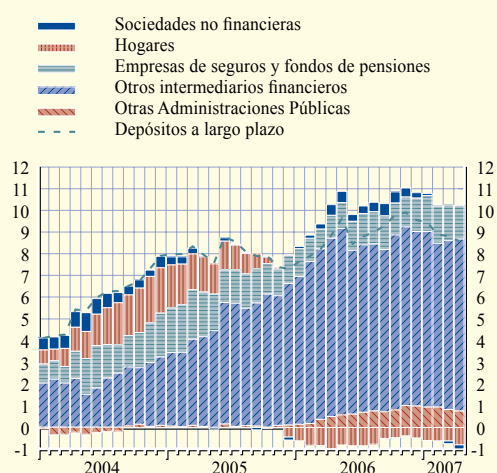


Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Sector de las IFM, excluido el Eurosistema.

**Gráfico 13 Contribuciones al crecimiento
interanual de los depósitos a largo plazo,
por sectores**

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Sector de las IFM, excluido el Eurosistema.

ción real supone la transferencia del préstamo desde el balance de las IFM al balance de las entidades especiales de financiación, en la titulización sintética sólo se transfiere el riesgo de crédito asociado, permaneciendo el préstamo en el balance de la institución que lo concede.

El impacto directo de la titulización de préstamos sobre la evolución monetaria es complicado y depende de las estrategias de las entidades especiales de financiación, así como de la identidad y del comportamiento del comprador del activo titulado. Sin embargo, de forma indirecta, ambos tipos de titulización pueden incrementar la capacidad de las IFM para emitir préstamos y, en última instancia, contribuir positivamente a la evolución de M3. Como mínimo, estas innovaciones producen un cambio en la estructura de las tenencias de depósitos, atribuyendo un mayor peso a los intermediarios financieros no monetarios (otros intermediarios financieros). Así lo confirman los datos de depósitos de las IFM por sectores. Los gráficos 12 y 13 muestran la contribución del sector de los otros intermediarios financieros al crecimiento de los depósitos de M3¹³ y al de los depósitos a largo plazo (no incluidos en M3). Dado que, para las entidades especiales de financiación, los depósitos a

largo plazo son una forma natural de mantener el producto de la venta de activos titulizados, el sector de los otros intermediarios financieros ha sido el que más ha contribuido al crecimiento de los depósitos a largo plazo en los últimos años, aunque ha contribuido también de forma significativa al crecimiento de los depósitos de M3 desde finales del 2004, especialmente si se tiene en cuenta su participación relativamente reducida en el saldo vivo de depósitos de M3 (12% en abril del 2007). No obstante, la evolución de las tenencias de dinero del sector de los otros intermediarios financieros no altera sensiblemente la valoración de la situación general de liquidez.

D) Liquidez mundial en un entorno generalizado de bajos tipos de interés¹⁴

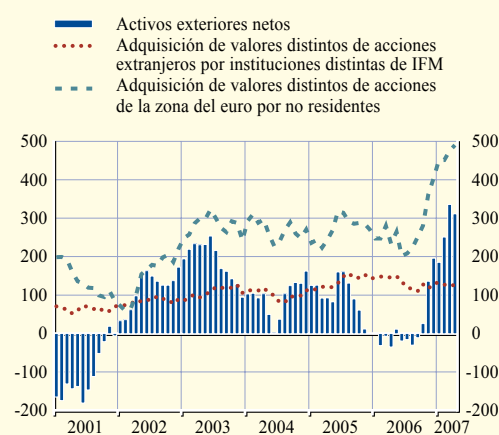
Después del largo periodo de bajos tipos de interés a corto y a largo plazo registrados desde el princi-

13 Los depósitos incluidos en M3 comprenden las cesiones temporales y los depósitos a corto plazo, que representan la combinación más amplia de componentes de M3 para la que se dispone de información oficial sobre los sectores tenedores.

14 Para más detalles, véanse el recuadro 2, titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM», en el Boletín Mensual de julio del 2005, y el recuadro 3, titulado «Tendencias mundiales de los agregados monetarios», en el Boletín Mensual de noviembre del 2006.

Gráfico 14 Inversiones de cartera netas en valores distintos de acciones por residentes y no residentes

(flujos anuales reflejados en la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro; mm de euros)



Fuente: BCE.

pio de este siglo, y tras la posterior intensificación de la actividad económica, se ha observado recientemente un fuerte crecimiento monetario y crediticio, que se ha extendido a las principales áreas monetarias y ha creado una situación de abundante liquidez mundial en busca de una colocación. En la actualidad, dadas las perspectivas relativas de crecimiento económico y de rentabilidad, resulta más atractivo invertir en activos de la zona del euro que en los de otras grandes áreas monetarias. Por lo tanto, no es sorprendente que los inversores internacionales adquieran un importante volumen de activos de la zona del euro, dando lugar a cuantiosas entradas de capital en la zona, mientras que los inversores de la zona no tienen mayores incentivos para invertir en el extranjero¹⁵.

La influencia internacional en la evolución monetaria se refleja en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que recoge (casi) todas las transacciones del sector tenedor de dinero con contrapartes de fuera de la zona del euro. En los últimos tiempos, esta posición ha crecido considerablemente, alcanzado un flujo anual de 335 mm de euros en el año hasta finales de marzo del 2007, tras oscilar por debajo de cero entre finales del 2005 y el verano del 2006 (véase gráfico 14).

Al mismo tiempo, no existe un vínculo mecánico entre los activos exteriores netos de las IFM y la evolución monetaria. En efecto, la evolución de los activos exteriores netos encuentra a menudo su contrapartida en posiciones del balance distintas de los activos monetarios, como el crédito (por ejemplo, durante el auge de las fusiones y adquisiciones de los años 1999 y 2000) y los pasivos financieros a largo plazo. Actualmente, las ventas de deuda pública por las IFM a no residentes en la zona del euro son una de las importantes contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM. Más que un aumento de M3, estas transacciones suponen una reducción del crédito concedido al sector de las Administraciones Públicas. Por lo tanto, sólo parte del incremento de los activos exteriores netos puede influir en M3. Sin embargo, esta fracción puede haber sido responsable de gran parte del aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3, desde el 8,5% de octubre del 2006 hasta el 10,9% de marzo del 2007.

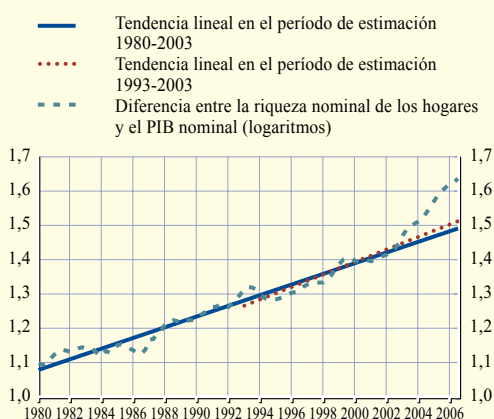
A la hora de valorar lo que podría ocurrir con los activos monetarios creados por las transacciones con el resto del mundo, hay que tener en cuenta los factores que han determinado su acumulación. Desde el 2004 existen dos factores generales, uno estructural y uno cíclico, que pueden tener implicaciones diferentes para la situación de liquidez y suponer distintos grados de riesgo para la estabilidad de precios.

Por lo que se refiere al factor estructural, los cambios en los patrones de financiación de las IFM observados desde el 2004 pueden originar un aumento permanente de las transacciones con el resto del mundo (tal y como se indicó, en relación con la titulización, en el apartado sobre los otros intermediarios financieros). Al mismo tiempo, no se puede descartar que una parte importante de la inversión de cartera desde fuera de la zona del euro esté impulsada por consideraciones cíclicas y de corto plazo, que acabarán por desaparecer (pro-

15 Estas entradas de capital son, por lo tanto, de naturaleza totalmente diferente a la de los flujos de entrada observados en el período 2001-2003, durante el cual los inversores de la zona del euro repatriaron fondos que invirtieron en activos líquidos, movidos por una fuerte aversión al riesgo.

Gráfico 15 Relación entre la riqueza bruta de los hogares y el PIB

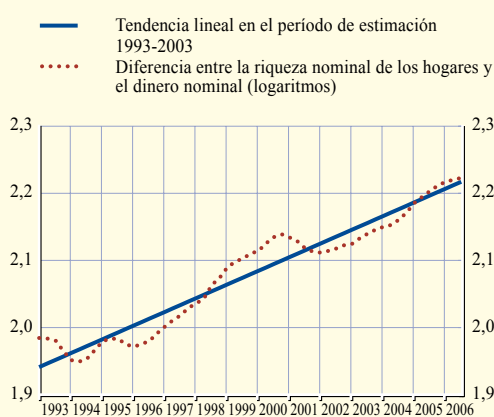
(diferencias entre los logaritmos de la riqueza nominal de los hogares y del PIB nominal)



Fuente: Estimaciones internas del BCE.

Gráfico 16 Relación entre la riqueza bruta de los hogares y las tenencias de M3 de los hogares

(diferencias entre los logaritmos de la riqueza nominal de los hogares y de las tenencias de M3 de los hogares)



Fuente: Estimaciones internas del BCE.

bablemente con cierta rapidez), por lo que podrían ser menos relevantes para la tasa de crecimiento monetario subyacente o tendencial.

E) Dinero y riqueza

El dinero forma parte de la riqueza de los hogares, que comprende también los valores de renta fija, los de renta variable y los inmuebles residenciales. El aumento de la riqueza total inducirá a los hogares a mantener una mayor cantidad de dinero. Dado que la riqueza puede aumentar en un entorno de bajos tipos de interés (al elevarse los precios de la renta fija, la renta variable y la vivienda), los bajos tipos de interés pueden intensificar el crecimiento monetario a través del canal de la riqueza.

Tal y como se indica en el gráfico 15, en los últimos años la riqueza nominal de los hogares¹⁶ ha crecido más rápidamente que el PIB nominal en la zona del euro. En tanto que la evolución monetaria venga determinada en mayor medida por la riqueza que por el PIB nominal, ello podría explicar el descenso más rápido de lo previsto de la velocidad de circulación de M3, que se ha ido observando. En efecto, en los últimos años la relación entre la riqueza de los hogares y sus depósitos de M3 ha fluctuado en torno a la tendencia al alza bastante constante que ha venido mostrando

desde comienzos de los años noventa (véase gráfico 16), lo que sugiere que la reciente fortaleza del crecimiento monetario está relacionada, en líneas generales, con el mayor crecimiento de la riqueza, que puede ser, a su vez, resultado de tipos de interés más bajos.

4 EXTRAER DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA UNA INFORMACIÓN RELEVANTE PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Los ejercicios presentados anteriormente sugieren que la solidez del crecimiento monetario observada desde el 2004 puede explicarse, al menos en parte, por la mayor sensibilidad de la evolución monetaria a los costes de oportunidad, cuando los tipos de interés son bajos. Los tipos de interés reducidos pueden influir en la evolución monetaria a través de varios canales y, especialmente para el agregado amplio M3, a través de procesos complejos, como la innovación financiera y la evolución de los precios de los activos y de la riqueza.

16 Tal y como se indica en el recuadro 5, titulado «Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro», del Boletín Mensual de diciembre del 2006, se dispone ahora de datos basados en las estimaciones de la riqueza inmobiliaria elaboradas por el BCE. Los datos trimestrales se interpolan.

Sin embargo, desarrollar una explicación de por qué la evolución monetaria ha seguido una determinada dirección no es más que la primera fase del análisis monetario del BCE. De por sí, esta clase de explicaciones no revela si la evolución monetaria supone riesgos para la estabilidad de precios. Aunque algunos factores determinantes de una respuesta más intensa del dinero a tipos de interés bajos pueden suponer mayores tenencias de dinero de equilibrio (y, por tanto, escasas implicaciones para las perspectivas de inflación), otros pueden provocar la acumulación de excedentes de liquidez, con los consiguientes riesgos alcistas para la estabilidad de precios, de forma directa, o posiblemente indirecta, a través de la evolución de los precios de los activos.

En este contexto, es fundamental encontrar una explicación lo más completa posible de la evolución monetaria, a fin de valorar sus implicaciones para la evolución de los precios y extraer una información relevante para la política monetaria. Por otro lado, esta valoración ha de llevarse a cabo en el contexto de otro análisis macroeconómico y estructural, que incluya la evolución de los precios de los activos y los cambios institucionales del sistema financiero.

Para ilustrar este punto importante, resulta instructivo centrarse en el ejemplo final tratado en la sección anterior, es decir, la relación entre riqueza y tenencias de dinero. Es importante reconocer que el mero hecho de poder explicar la evolución monetaria a partir de la evolución de la riqueza (tal y como sugiere el gráfico 16) no supone que esta evolución sea favorable para las perspectivas de estabilidad de precios.

Por ejemplo, se podría argumentar que el crecimiento de la riqueza de los hogares puede conducir a la aparición de una demanda adicional y, en última instancia, a presiones inflacionistas. De forma alternativa, se podría considerar que una mayor riqueza es reflejo de desajustes en los precios de los activos, que podrían sufrir, en el futuro, correcciones que amenazarían la estabilidad macroeconómica y, finalmente, la

estabilidad de precios. Por otra parte, la dirección de la causalidad puede invertirse, es decir, un fuerte crecimiento monetario y crediticio podría causar o impulsar un aumento de los precios de los activos y una evolución de la riqueza con posibles consecuencias inflacionistas. En cada uno de estos casos, el mayor crecimiento monetario reflejaría pues mayores riesgos para la estabilidad de precios. Un análisis detallado ayudaría a determinar los tipos de riesgos y los posibles canales de transmisión, permitiendo sopesar adecuadamente las eventuales medidas de política monetaria.

Del mismo modo, se podría considerar que tenencias de productos estructurados con capital garantizado y/o mejores condiciones de crédito, resultantes de una mayor titulización de los préstamos bancarios, representan innovaciones financieras que modifican la estructura del sector monetario, por lo que debería descontarse su impacto al valorar la evolución monetaria. Sin embargo, este enfoque ignoraría cómo estas innovaciones han incrementado la liquidez agregada del sector privado interno y han suavizado las condiciones generales de financiación, lo que elevaría, en ambos casos, el gasto agregado y acabaría por generar presiones inflacionistas. El endeudamiento de las empresas para realizar fusiones y adquisiciones crea también liquidez y los tenedores finales de esta liquidez (es decir, los vendedores de las participaciones en la empresa absorbida) podrían incrementar su gasto y/o alterar la estructura de su cartera de tal forma que generarían presiones alcistas sobre los precios de los activos o los precios de consumo.

Basándose en esta clase de consideraciones, se interpretó que, aunque puede explicarse en términos generales, el vigoroso crecimiento monetario observado entre el 2004 y el 2005 señalaba riesgos inflacionistas para la estabilidad de precios. El recuadro 3 muestra cómo los resultados de modelos sencillos de indicadores de inflación basados en el dinero, que se obtienen a partir de los resultados presentados en el recuadro 1 y han sido utilizados por los expertos del BCE en su análisis, concuerdan con esta valoración general.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE DISTINTOS INDICADORES DE INFLACIÓN BASADOS EN EL DINERO

En este recuadro se analiza la evolución de distintos indicadores de inflación basados en el dinero, contruidos por los expertos del BCE utilizando la metodología descrita en el recuadro 1.

El gráfico muestra los intervalos y la mediana de un conjunto de indicadores de inflación basados en el dinero obtenidos en tiempo real en cuatro momentos distintos. Esta representación de los riesgos de inflación se ha publicado ya en los Boletines Mensuales de marzo del 2005 y junio del 2006. A la hora de interpretar los resultados de esta herramienta del análisis monetario, se ha de tener en cuenta la sencillez de los modelos basados en indicadores.

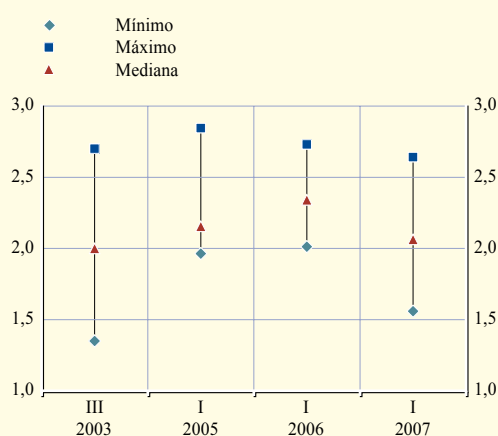
Al final del período de desplazamientos de cartera registrados a mediados del 2003, los riesgos para la estabilidad de precios mostraban cierta tendencia al alza, pero la calidad de la señal procedente de los indicadores monetarios se veía empañada por la elevada incertidumbre que presentaba la interpretación de estos desplazamientos de fondos: mientras que, según el enfoque modal, no afectaban de forma significativa a las perspectivas de inflación, a más largo plazo existía el peligro de que estas tenencias pudieran convertirse en dinero para transacciones, lo que, especialmente en un contexto de recuperación económica, podría generar presiones inflacionistas.

Esta valoración cambió a partir de mediados del 2004. En el primer trimestre del 2005, la señal procedente del análisis monetario fue más clara, lo que se reflejó en la menor amplitud de los intervalos de los indicadores de inflación basados en el dinero que recoge el gráfico. Por otro lado, el desplazamiento al alza de los intervalos apuntó a mayores riesgos para la estabilidad de precios. Esta evolución se intensificó hasta el primer trimestre del 2006, tal y como se desprende de los nuevos desplazamientos al alza de la mediana que se observan en el gráfico. Aunque se estaban produciendo importantes cambios estructurales en el sistema financiero, se consideró que la rápida y creciente tasa de expansión monetaria observada durante ese período implicaba mayores riesgos para la estabilidad de precios.

A la vista de la fortaleza general de la evolución monetaria y crediticia y de las señales bastante contradictorias procedentes del extenso conjunto de indicadores utilizados (es decir, mayor crecimiento de M3 y cierta estabilización de la expansión del crédito de M1), la representación sintética de la evolución monetaria a comienzos del 2007 apunta a persistentes riesgos para la estabilidad de precios y, al mismo tiempo, a una mayor incertidumbre, dada la mayor amplitud de los intervalos de las señales proporcionadas por distintos componentes y contrapartidas.

Gráfico Intervalos de los indicadores de riesgos de inflación basados en el dinero obtenidos a partir de un conjunto de modelos bivariantes de indicadores adelantados

(tasas de crecimiento anualizadas para los próximos seis trimestres; resultados en tiempo real de los distintos indicadores)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El gráfico muestra los intervalos de los indicadores obtenidos a partir de siete modelos bivariantes de indicadores adelantados de inflación (M1, M2, M3, M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, préstamos concedidos por las IFM al sector privado y medidas del exceso de liquidez basadas en M3 y M3 corregido). Cada indicador se basa en información disponible en el momento en que se obtuvo el indicador. Por ejemplo, el resultado de los distintos indicadores para el primer trimestre del 2006 contiene información sobre el dinero y la inflación hasta el primer trimestre del 2006, inclusive.

5 EXPLICACIÓN DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA ANTE LA ELEVACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO

Desde que el Consejo de Gobierno decidió iniciar una política monetaria menos acomodaticia en diciembre del 2005, la secuencia de subidas de los tipos de interés a corto plazo ha tenido efectos divergentes sobre distintos indicadores monetarios y crediticios. El crecimiento de M1 comenzó a moderarse en el otoño del 2005 y el de los préstamos se redujo a partir del verano del 2006. Por el contrario, la tasa de crecimiento de M3 ha mantenido una trayectoria ascendente.

El recuadro 4 muestra que el persistente e intenso crecimiento de M3 ante las subidas de los tipos de interés a corto plazo está en línea con las regularidades históricas, al menos con las que recoge un modelo empírico sencillo de la zona del euro desde comienzos de los años noventa. Por lo tanto, este comportamiento no es sorprendente y se ha tenido en cuenta a la hora de valorar la evolución monetaria reciente.

Existen varias razones por las que el crecimiento de M3 puede elevarse en un contexto de tipos de interés a corto plazo más altos. En primer lugar, puede

producirse una mayor demanda de dinero por motivo de gestión de cartera, dado que los inversores buscan activos que ofrezcan seguridad crediticia, como los depósitos bancarios, cuando los valores de renta fija presentan riesgos de minusvalías ante subidas de los tipos de interés. Esta demanda puede traducirse en depósitos a plazo, participaciones en fondos del mercado monetario y/o valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (especialmente si están remunerados a tipos de interés variables). En segundo lugar, la subida de los tipos de interés a corto plazo ha provocado un aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, haciendo que los depósitos a corto plazo resulten más atractivos que los activos a plazos más largos. Los primeros ofrecen no sólo el mismo rendimiento que los segundos sino también un mayor grado de liquidez. En tercer lugar, una política monetaria menos acomodaticia puede suscitar expectativas de apreciación del euro y, por ende, un aumento de los flujos de entrada en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, lo que puede potenciar también el crecimiento de M3. Cada uno de estos tres elementos ha contribuido, en alguna medida, al fortalecimiento del crecimiento de M3 a partir de diciembre del 2005, desde que empezaron a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

Recuadro 4

REACCIÓN DE LOS AGREGADOS M3, M1 Y DE LOS PRÉSTAMOS DE LA ZONA DEL EURO ANTE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS

En este recuadro se presenta evidencia cuantitativa para la zona del euro, obtenida a partir de modelos de vectores autorregresivos (VAR) respecto a la reacción de los agregados monetarios y crediticios ante las variaciones de los tipos de interés. Los VAR –a diferencia de los modelos en que se basa el análisis del recuadro 2– apenas imponen estructura teórica sobre los datos y pueden utilizarse para establecer las regularidades empíricas respecto a las correlaciones existentes entre diversas variables macroeconómicas.

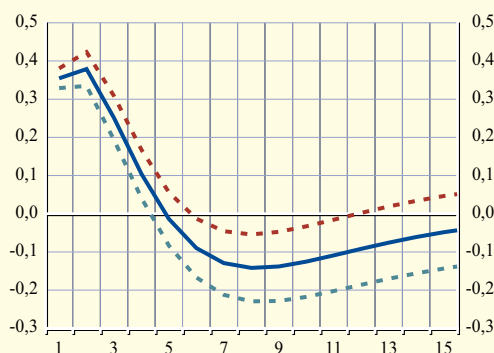
Modelos VAR y respuestas a los impulsos

Un ejercicio típico en la literatura sobre los VAR consiste en introducir un incremento transitorio en el nivel de una variable e investigar los efectos dinámicos de esta llamada «perturbación» en todas las variables del sistema (es decir, lo que se conoce como «análisis de la respuesta a los impulsos»). Si el ejercicio se realiza para una perturbación sobre el tipo de interés a corto plazo, puede considerarse que permite una evaluación empírica de las repercusiones que tendría un cambio de orientación de la política monetaria sobre otras variables macroeconómicas.

Funciones de respuesta a los impulsos tras un incremento transitorio del tipo de interés a corto plazo en una desviación típica

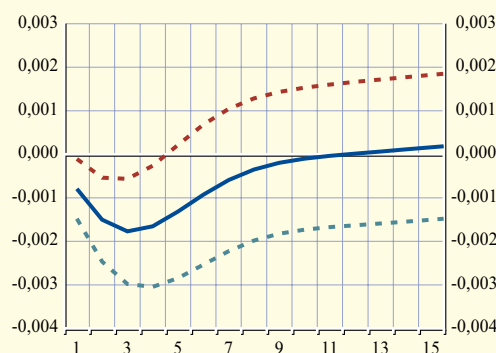
Respuesta de los tipos de interés a corto plazo

Eje de abscisas: trimestres siguientes a la perturbación
Eje de ordenadas: desviación porcentual respecto al valor de referencia



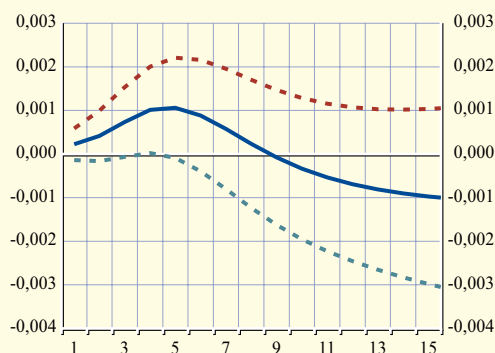
Respuesta de M1

Eje de abscisas: trimestres siguientes a la perturbación
Eje de ordenadas: desviación porcentual respecto al valor de referencia



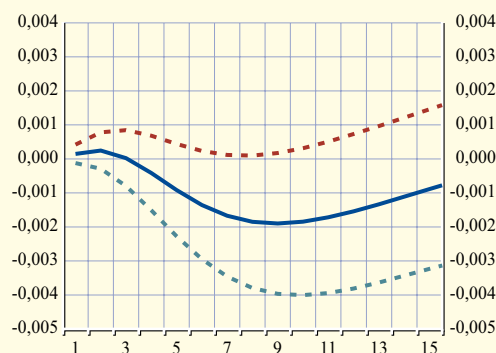
Respuesta de M3

Eje de abscisas: trimestres siguientes a la perturbación
Eje de ordenadas: desviación porcentual respecto al valor de referencia



Respuesta de los préstamos

Eje de abscisas: trimestres siguientes a la perturbación
Eje de ordenadas: desviación porcentual respecto al valor de referencia



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Todas las variables, salvo los tipos de interés, se expresan en logaritmos. El período muestral abarca desde el primer trimestre de 1981 hasta el cuarto trimestre del 2004; las líneas continuas indican las desviaciones porcentuales respecto al valor de referencia, y las líneas discontinuas el respectivo intervalo de confianza del 68%.

Los gráficos que se presentan a continuación se basan en la estimación de dos sistemas, que incluyen, tanto uno como el otro, una tendencia lineal, un índice de precios de las materias primas¹ y un índice de precios del petróleo como variables explicativas (predeterminadas). El primer sistema tiene por objeto registrar el comportamiento de los componentes de M3 y, por consiguiente, incluye el IAPC, el PIB real, los agregados M3 y M1 y un tipo de interés nominal a largo y a corto plazo. El segundo sistema modeliza las contrapartidas de M3 y (en comparación con el primer modelo) excluye M1, pero incluye los préstamos al sector privado y los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM.

1 Utilizando un índice de precios de las materias primas como indicador adelantado de la inflación interna en la función de reacción de la política monetaria se podría eliminar la respuesta positiva de los precios ante una perturbación de la política de carácter contractivo. Véase Sims, C. A. (1992), «Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy», *European Economic Review*, vol. 36 (5), pp. 975-1000.

Dado que el presente recuadro se centra en las relaciones a largo plazo entre las variables, a nivel de variables se estima un VAR y se resuelve para determinar sus respuestas dinámicas². Como es habitual en la literatura, se elige como tipo de interés a corto plazo el tipo de interés a tres meses, que se considera como el instrumento de la política monetaria. En el gráfico siguiente se observa la reacción del tipo de interés a corto plazo, de los agregados M1 y M3, y de los préstamos al sector privado ante una perturbación transitoria (es decir, excepcional) del «tipo oficial» de una desviación típica (y el respectivo intervalo de confianza del 68%)³. Las estimaciones abarcan un período comprendido entre el primer trimestre de 1980 y el cuarto trimestre del 2004. Se presentan las reacciones de las variables incluidas en el sistema correspondientes a un horizonte temporal de 24 trimestres.

Resultados

Según indican los resultados, la estructura de respuestas del tipo de interés a corto plazo muestra un máximo después de transcurridos dos trimestres, seguido de un descenso constante hasta llegar a un mínimo entre los trimestres octavo y décimo, tras lo que se produce un retorno al nivel cero (véase el gráfico). Esta trayectoria podría interpretarse como si, tras la política restrictiva de tipos de interés inicial, las autoridades monetarias redujeran, posteriormente, los tipos de interés para hacer frente a un descenso de la actividad real y de los precios.

A la subida del tipo de interés a corto plazo sigue un rápido descenso del agregado M1 de la zona del euro, resultado que confirma la elevada sensibilidad de este agregado a la evolución de los tipos de interés. Una vez que el efecto de los tipos de interés se diluye con el tiempo, hace su aparición el efecto de la caída y posterior recuperación del PIB. Un comportamiento similar puede observarse en la respuesta dinámica de los préstamos nominales. Al mismo tiempo, la reacción de los préstamos, en comparación con la del agregado M1, se produce con un cierto desfase. Estas características reflejan el comportamiento observado desde diciembre del 2005, que se describe en el texto principal del artículo.

Por el contrario, la subida del tipo de interés a corto plazo desencadena una caída significativa y permanente del saldo de M3 de la zona del euro, que comienza a materializarse una vez transcurridos alrededor de diez trimestres. No obstante, esa caída permanente viene precedida de una reacción positiva del agregado ante una subida de los tipos de interés, que podría estar relacionada con la demanda especulativa de dinero que se materializa en los componentes de M3 no incluidos en M1 (M3-M1). Esta respuesta positiva inicial de M3 ante una subida imprevista de los tipos de interés a corto plazo puede ser relativamente persistente y es coherente en su dirección con lo observado en la zona del euro durante el pasado año, en el que se ha producido un incremento de los tipos oficiales del BCE.

2 El análisis de las respuestas al impulso se realiza utilizando funciones de respuesta generalizadas, que tienen por objeto sortear el problema que conlleva la dependencia de las funciones ortogonalizadas respecto a la ordenación de las variables en el VAR. Véase Pesaran, M.H. y Shin, Y. (1998), «Generalized Impulse Response Functions in Linear Multivariate Models», *Economic Letters*, vol. 58, pp. 17-29.

3 Es habitual en la literatura sobre los VAR utilizar un intervalo de confianza del 65% (aunque sea menor que el empleado en otros ejercicios estadísticos). Véase, por ejemplo, Bagliano, F. C. y Favero, C. A. (1999), «Information from Financial Markets and VAR Measures of Monetary Policy», *European Economic Review*, vol. 43, pp. 825-837.

6 CONCLUSIONES

Entre mediados del 2004 y finales del 2005, la tasa tendencial subyacente de crecimiento monetario se elevó. Para analizar esta evolución se han utilizado varias herramientas. En general, el nivel históricamente bajo de los tipos de interés a corto plazo nominales de la zona del euro observado durante ese período ha sido un importante factor determinante del vigoroso crecimiento monetario. Aunque los cambios institucionales en el sector monetario y financiero han influido en la evolución monetaria general, a mediados del 2005 el detallado análisis monetario llevado a cabo por los expertos del BCE permitió llegar a la conclusión de que el fuerte crecimiento monetario señalaba claramente la existencia de riesgos de medio a largo plazo para la estabilidad de precios, lo que desempeñó un papel importante en la decisión de iniciar una política monetaria menos acomodaticia a partir de diciembre del 2005.

Tras las primeras subidas de tipos de interés realizadas en diciembre del 2005, varios indicadores monetarios registraron una evolución divergente.

El crecimiento de M1 se moderó casi inmediatamente, mientras que los préstamos al sector privado se estabilizaron un poco más tarde. No obstante, estos indicadores siguen experimentando un crecimiento vigoroso. En cambio, el crecimiento de M3 mantuvo su tendencia al alza después de diciembre del 2005, como consecuencia, en parte, de la innovación financiera, de la evolución de las tenencias de dinero de las instituciones financieras no monetarias relacionadas con la titulización de préstamos y, en particular, de la mayor demanda de instrumentos negociables de M3 por motivo de gestión de cartera. Para evaluar esta evolución, el BCE utiliza un amplio conjunto de instrumentos y procedimientos. El análisis monetario realizado sobre esta base llevó a la conclusión de que la tasa subyacente de crecimiento monetario de la zona del euro, que mantiene una marcada correlación con la evolución de la inflación en horizontes temporales más dilatados, sigue siendo elevada, aunque en el transcurso del 2006 y a principios del 2007 la evolución de la tasa de crecimiento del agregado amplio M3, en concreto, podría hacer que esa evolución subyacente parezca más dinámica.

PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES, EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y RECICLAJE DE LOS INGRESOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO

ARTÍCULOS

Países exportadores de petróleo:
Principales características
estructurales, evolución
económica y reciclaje
de los ingresos derivados
del petróleo

En este artículo se examinan las principales características estructurales y la evolución económica reciente de diez grandes países exportadores de petróleo. Se analizan, además, las importaciones y los flujos financieros provenientes de los países exportadores de petróleo que, con frecuencia, se describen como reciclaje de los ingresos derivados del petróleo. A estos países les ha beneficiado el alza de los precios del petróleo en los últimos años, que se ha reflejado en un mayor crecimiento del PIB real y en la obtención de superávit presupuestarios y por cuenta corriente, mientras que el impacto negativo de los elevados precios del crudo sobre los países importadores de petróleo se ha visto atenuado por el reciclaje de los ingresos por parte de los exportadores. La evolución económica en los países exportadores de petróleo y el reciclaje de los ingresos derivados del petróleo a través del comercio y del cauce financiero son una característica cada vez más importante de la economía mundial. Por consiguiente, estos países han desempeñado un papel más destacado como socios comerciales e inversores desde que se inició el alza de los precios del petróleo en el año 2003.

I INTRODUCCIÓN

El precio medio del barril de petróleo experimentó un acusado incremento, desde 25 dólares estadounidenses en el año 2002 hasta 65,4 dólares en el 2006¹. Tras registrar un máximo en agosto del 2006, los precios se redujeron ligeramente, pero se mantuvieron muy por encima del nivel observado en los diez años anteriores (el precio medio del barril de petróleo en el período 1993-2002 fue de 18 dólares estadounidenses, registrándose un incremento hasta 28,5 dólares en el 2000). La producción mundial de petróleo aumentó de 76,6 millones de barriles al día, en promedio, en el 2002 hasta 85,2 millones de barriles al día en el 2006. Como consecuencia de todo ello, los ingresos que los países exportadores de petróleo obtuvieron de este producto (y del gas) se incrementaron notablemente.

En este contexto, se examinan a continuación las características estructurales básicas y la evolución económica reciente de los diez principales países exportadores netos de petróleo, en los que el petróleo y el gas representan más del 40% de las exportaciones totales, lo que supone un elevado grado de dependencia de la energía². Clasificados por orden de importancia como exportadores netos de petróleo, estos países son los siguientes: Arabia Saudí, Rusia, Noruega, Irán, los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Nigeria, Kuwait, Venezuela, Argelia y Libia. Estos diez países concentran casi el 70% de las exportaciones mundiales de petróleo, más del 50% de la producción mundial de crudo y más del 70% de las reservas mundiales de petróleo.

Además, contribuyen con casi un 45% y un 40%, respectivamente a las exportaciones y a la producción de gas a escala mundial y poseen aproximadamente el 60% de las reservas mundiales de gas.

Como consecuencia de los elevados precios del petróleo, ha aumentado la importancia de los países exportadores de este producto para la economía mundial. La participación de los diez grandes países exportadores de petróleo analizados al PIB mundial y al comercio internacional aumentó desde el 3,6% y el 2,4%, respectivamente, en el 2002 hasta el 5,5% y el 3,5% en el 2005. Aparte de su condición de proveedores de energía para la economía mundial, los países exportadores de petróleo han venido desempeñando un papel cada vez más destacado como inversores mundiales, ya que

1 Precio anual medio del crudo tipo Brent.

2 Para identificar a los diez primeros exportadores netos mundiales de petróleo se utilizaron los datos del 2005 de la Energy Information Administration del Gobierno de los Estados Unidos de América; para determinar la dependencia de la energía se emplearon los datos del 2005 de United Nations Comtrade. Así pues, en el presente artículo se analizan los países con mayor relevancia para los mercados mundiales de petróleo que, al mismo tiempo, comparten la característica de ser sumamente dependientes de las exportaciones de hidrocarburos (petróleo y gas). La evolución de los mercados internacionales de petróleo también es clave para los países en los que el gas desempeña un papel importante, ya que los precios del gas suelen seguir una trayectoria paralela a los del petróleo. Para determinar la dependencia de los hidrocarburos, se incluye el gas en los datos sobre los países, siempre que estén disponibles datos comparables. Entre los diez países considerados en este artículo se incluye también a los cinco primeros productores mundiales de gas, cuyas exportaciones de hidrocarburos exceden el 40% de las exportaciones totales (Rusia, Argelia, Irán, Noruega y Arabia Saudí, según los datos correspondientes al 2005 procedentes de BP Statistical Review of World Energy 2006).

la mayor parte de los ingresos derivados del petróleo que han ahorrado se ha invertido en el exterior. Además, otra parte de los ingresos se ha traducido en un incremento de las importaciones, es decir, estos países representan ahora un destino más importante para las exportaciones de los países importadores de petróleo.

Los países exportadores de petróleo han acumulado abultados superávits por cuenta corriente. En el 2006, dicho superávit (420 mm de dólares estadounidenses) superaba al de las economías emergentes de Asia y constituía una de las principales contrapartidas del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Una gran proporción de este incremento de su ahorro se ha invertido en activos estadounidenses. Así pues, los países exportadores de petróleo han sido llamados a contribuir al ajuste de los desequilibrios mundiales, por ejemplo, mediante un incremento de la inversión en capacidad, una mayor diversificación económica y, en algunos casos, un aumento de la flexibilidad cambiaria³.

El resto de este artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se presenta un resumen de las principales características estructurales de los diez

países exportadores de petróleo objeto del estudio; en la sección 3 se examina la evolución macroeconómica reciente; en la sección 4 se analiza cómo se han utilizado los ingresos derivados del petróleo en el período más reciente de incremento de los precios del crudo, así como el reciclaje de dichos ingresos; por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO

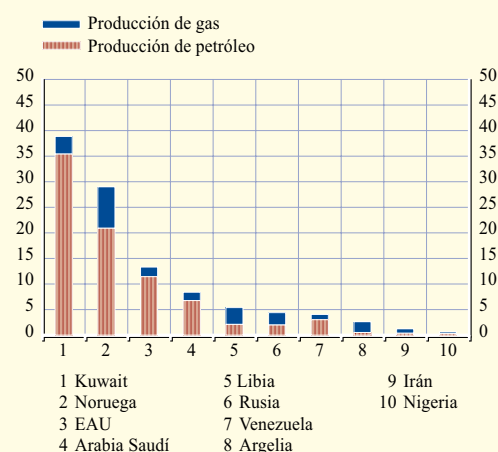
TAMAÑO DE LOS PAÍSES Y LAS ECONOMÍAS

Los países exportadores de petróleo presentan grandes diferencias entre sí en lo relativo a población, PIB y renta per cápita. De los diez países que abarca el estudio, cuatro (Kuwait, los EAU, Noruega y Libia) tienen una población igual o inferior a seis millones de habitantes; tres países (Arabia Saudí, Venezuela y Argelia) tienen entre 24 y 34 millones de habitantes, mientras que Rusia y Nige-

3 Véase el anexo sobre los desequilibrios mundiales en el comunicado de prensa de los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales del G7 de 21 de abril de 2006.

Gráfico 1a Producción de petróleo y gas per cápita en el 2005

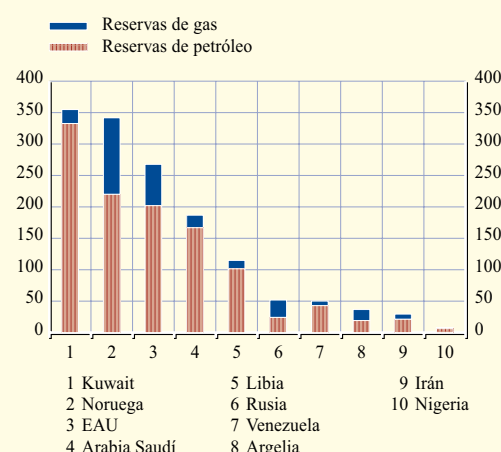
(equivalente barriles de petróleo)



Fuentes: BP Statistical Review of World energy 2006, FMI y cálculos del BCE.

Gráfico 1b Reservas de petróleo y gas per cápita en el 2005

(equivalente miles de barriles de petróleo)



Fuentes: BP Statistical Review of World energy 2006, FMI y cálculos del BCE.

Cuadro 1 El papel del petróleo y el gas en los ingresos públicos, las exportaciones y el PIB

(porcentajes de los ingresos públicos totales, las exportaciones y el PIB)

	Argelia	Irán	Kuwait	Libia	Nigeria	Noruega	Rusia	Arabia Saudí	EAU	Venezuela
Ingresos públicos	76,3	64,1	77,2	86,5	65,9	18,4	49,3	89,4	66,3	50,0
Exportaciones	98,3	83,2	83,3	95,7	97,3	45,5	61,1	89,5	37,3	89,6
PIB	45,1	24,9	52,6	67,1	44,6	23,4	20	45,2	31,5	24,6

Fuentes: FMI, Banco Mundial y fuentes nacionales.

Notas: Los datos corresponden a los siguientes años: Kuwait, Libia y los EAU, 2004; Irán, período 2004/2005; Argelia y Noruega, 2005, y Nigeria, 2003. Los ingresos públicos de Rusia (Gobierno Federal) y las exportaciones se refieren al 2005; estimación del PIB para el 2000. Los ingresos públicos y las exportaciones de Arabia Saudí corresponden al 2005, y el PIB al 2004. En el caso de Venezuela, tanto los ingresos públicos como las exportaciones se refieren al 2006 (datos provisionales), y el PIB al 2003.

ria —que suman entre los dos más de 360 millones de habitantes— concentran casi el 80% de la población total del grupo (465 millones). Rusia registra, con diferencia, el PIB más grande de estos diez países (979 mm de dólares estadounidenses), seguida de Arabia Saudí (349 mm) y Noruega (334 mm), mientras que la renta per cápita más alta corresponde a Noruega y los EAU. Nigeria, con una renta per cápita de unos 1.200 dólares estadounidenses, es el único país de bajos ingresos del grupo.

ESTRUCTURAS ECONÓMICAS Y PAPEL DEL PETRÓLEO

En términos absolutos, Rusia y Arabia Saudí son los dos mayores productores (y exportadores) de petróleo, con una producción media de crudo de 9,7 y 9,3 millones de barriles al día, respectivamente, en el año 2006⁴, es decir, más del doble de la producción del tercer productor mundial, Irán (3,9 millones de barriles) y más del triple del volumen producido por cualquiera de los otros diez grandes exportadores de petróleo. Rusia es también el principal productor mundial de gas. Arabia Saudí es el primer exportador neto de petróleo (sus exportaciones netas ascendieron a 9,1 millones de barriles al día en el 2005, por delante de Rusia con 6,7 millones de barriles, mientras que las exportaciones netas de petróleo de los otros países se sitúan entre 1,5 millones de barriles (Libia) y 2,7 millones de barriles (Noruega) al día. Además, Arabia Saudí posee, con diferencia, las mayores reservas de petróleo, con un 22% de las reservas mundiales comprobadas, lo que sitúa a este país por delante de Irán, que concentra el 11,5% (datos del año 2005).

En cifras per cápita, los países más pequeños son los mayores productores de petróleo (y de gas) y cuentan con las reservas de petróleo (y de gas) más grandes (véanse gráficos 1a y 1b). Noruega destaca por ser el país con la diferencia más acusada en el ranking entre producción y reservas, lo que indica que sus reservas son pequeñas en comparación con los niveles de producción actuales. De hecho, las proyecciones indican que, de mantenerse dichos niveles, las reservas noruegas se agotarán en los próximos 30 años. Por el contrario, las reservas de Kuwait, los EAU e Irán durarían unos 100 años, mientras que con los niveles de producción actuales, las reservas de gas de todos los países, excepto Argelia, Noruega y Rusia, durarían aproximadamente 100 años e incluso más⁵.

Los países exportadores de petróleo incluidos en el estudio son economías basadas en los hidrocarburos (cuadro 1). Con la excepción de Noruega, los ingresos relacionados con el petróleo representan alrededor del 50%, o más, de los ingresos públicos totales en todos los países y, en siete de los diez, las exportaciones de petróleo y gas constituyen más del 80% de las exportaciones totales. El sector de los hidrocarburos representa una proporción importante del PIB, especialmente en

4 La cifra correspondiente a Arabia Saudí incluye la mitad de la producción de la Zona Neutral entre Arabia Saudí y Kuwait. Las cifras de producción de petróleo del 2006 proceden de la Agencia Internacional de la Energía (AIE).

5 Dado que las proyecciones respecto al agotamiento de los recursos dependen de varios factores difíciles de prever, como la futura evolución de la tecnología y los precios, deben considerarse sumamente provisionales.

Países exportadores de petróleo:
Principales características
estructurales, evolución
económica y reciclaje
de los ingresos derivados
del petróleo

Libia y Kuwait (en torno al 67% y el 53%, respectivamente) y en países con un PIB per cápita relativamente bajo, como Argelia y Nigeria (alrededor del 45%). Las economías más grandes, como Rusia, Noruega, Irán y Venezuela tienden a estar más diversificadas; en estos casos, el sector del petróleo y el gas representa como máximo un 25% del PIB. Cuanto mayor es el porcentaje que representa el petróleo en los ingresos públicos, las exportaciones y el PIB, más expuesto está el país a la evolución volátil de los mercados internacionales del petróleo.

En la mayoría de los países exportadores de petróleo, este sector está en manos del Estado. De los diez países estudiados, sólo en Noruega y Rusia existe un sector petrolero parcialmente privatizado, si bien en Rusia se ha observado una tendencia a la (re)nacionalización en los últimos años. Pese al aumento de las medidas encaminadas a la privatización del sector adoptadas en los últimos tiempos, las empresas del sector público también desempeñan un papel importante en el resto de la economía en muchos de estos países.

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA Y RÉGIMENES CAMBIARIOS

Con la excepción de Noruega, los países exportadores de petróleo aplican regímenes de tipo de cambio fijo o de flotación estrechamente controlada, en los que el dólar estadounidense es la moneda elegida como ancla (cuadro 2). Además, en la mayoría de los países, esa preferencia por la moneda estadounidense data de hace mucho tiempo. Por ejemplo, en los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG)⁶, el régimen cambiario (de facto) vigente desde la década de los años setenta se ha basado en un vínculo con el dólar o en la orientación hacia el dólar. Noruega, que aplica un marco de fijación de objetivos de inflación, es el único de los diez principales países exportadores de petróleo que basa su política monetaria en un ancla interna.

La preferencia por un ancla externa y la orientación hacia el dólar estadounidense tiene su explicación en el hecho de que los ingresos pro-

Cuadro 2 Regímenes cambiarios de los países exportadores de petróleo

	Régimen cambiario
Argelia	Flotación controlada
Irán	Tipo de cambio deslizante ¹⁾
Kuwait	Referencia fija
Libia	Referencia fija
Nigeria	Flotación controlada ¹⁾
Noruega	Flotación independiente
Rusia	Flotación controlada
Arabia Saudí	Referencia fija
EAU	Referencia fija
Venezuela	Referencia fija

Fuente: FMI.

Nota: Regímenes vigentes al 31 de julio de 2006.

1) El régimen que se aplica de facto en el país es diferente del régimen de jure.

venientes del petróleo, que constituyen la principal fuente de ingreso para los grandes exportadores de este producto, se expresan en dólares estadounidenses. Así pues, el establecimiento de un vínculo con esta moneda o la aplicación de un régimen de flotación estrechamente controlada frente a ella sirve al propósito de estabilizar las exportaciones y también los ingresos presupuestarios, dado el papel prominente que desempeñan los ingresos provenientes del petróleo en el presupuesto público. Una consecuencia de estos regímenes cambiarios es que la relación real de intercambio de los países exportadores de petróleo está expuesta a las fluctuaciones del dólar estadounidense frente a otras monedas importantes. El nivel de exposición al riesgo depende de la proporción de importaciones procedentes de Estados Unidos y de países cuya moneda esté vinculada al dólar estadounidense (sobre todo de Asia), en comparación con las importaciones provenientes de otros países (véase la subsección siguiente sobre la estructura del comercio exterior). Además, los tipos de cambio fijos y los regímenes de flotación estrechamente controlada suponen que, en gran medida, los tipos de interés siguen la misma trayectoria que los de Estados Unidos, aún cuando existan divergencias entre los ciclos económicos de Estados Unidos y los de los paí-

6 Los Estados miembros del CCG son Bahráin, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y los EAU.

Cuadro 3 Distribución geográfica de las exportaciones y las importaciones de los países exportadores de petróleo

(exportaciones e importaciones como porcentaje de las exportaciones y las importaciones totales, respectivamente)

	Exportaciones				Importaciones			
	Zona del euro	UE	Estados Unidos	Asia (incluido Japón)	Zona del euro	UE	Estados Unidos	Asia (incluido Japón)
Argelia	52,1	54,1	22,6	1,8	56,3	61,3	5,4	13,6
Irán	22,9	23,6	0,3	45,3	34,6	41,0	0,2	25,7
Kuwait	8,4	10,4	11,9	72,3	26,5	34,6	14,1	25,1
Libia	74,1	76,5	5,2	3,3	47,1	56,0	1,1	15,1
Nigeria	21,0	21,7	52,5	6,4	23,9	33,3	7,3	25,5
Noruega	43,5	80,8	6,7	4,2	36,0	69,5	4,9	13,5
Rusia	37,4	58,0	3,1	11,0	32,2	45,1	4,7	21,2
Arabia Saudí	14,1	16,1	16,8	51,6	23,3	31,7	14,8	29,0
EAU	7,8	11,2	9,4	56,4	21,6	34,1	1,5	40,9
Venezuela	5,1	6,8	50,9	2,8	11,6	13,8	31,6	11,3
Media	27,4	38,7	13,9	25,6	29,2	41,9	6,8	25,4

Fuente: FMI.

Notas: Los datos se refieren a las exportaciones/importaciones de bienes correspondientes al 2005. Medias ponderadas por las exportaciones/importaciones totales.

ses exportadores de petróleo. Este paralelismo depende del grado de liberalización de la cuenta de capital en cada país. A finales del 2005, Argelia, Libia e Irán imponían las restricciones más acusadas respecto a las transacciones de la cuenta de capital, mientras que Nigeria seguía aplicando un régimen de tipo de cambio múltiple. Los países del CCG y, más recientemente, Rusia han liberalizado (relativamente) estas transacciones, al igual que Noruega.

ESTRUCTURA DEL COMERCIO EXTERIOR

Los países exportadores de petróleo forman un grupo heterogéneo en lo que se refiere a sus principales socios comerciales (cuadro 3). Mientras que la UE y la zona del euro son los principales mercados de exportación de Noruega, Rusia y los países de la región mediterránea, Asia desempeña un papel crucial para las exportaciones de los países del CCG e Irán. Estados Unidos es el principal destino para las exportaciones de Nigeria y Venezuela. La UE es, con diferencia, la principal fuente de importaciones para casi todos los países incluidos en el estudio, mientras que las importaciones provenientes de Asia representan, en promedio, alrededor de una cuarta parte de sus importaciones totales. Con la excepción de Venezuela, la participación de Estados Unidos en las importaciones de

los países exportadores de petróleo es relativamente pequeña.

3 EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA RECIENTE

CRECIMIENTO Y EMPLEO

Desde el año 2003, el crecimiento del PIB real ha registrado un fuerte aumento en los países exportadores de petróleo, alcanzando, en promedio, tasas iguales o superiores al 6% en los cuatro últimos años (cuadro 4). Paralelamente, la dispersión de las tasas de crecimiento se ha reducido notablemente. En el período comprendido entre el 2003 y el 2006, todos los países exportadores de petróleo incluidos en el estudio —con la excepción de Noruega, Venezuela en el 2003 y Argelia en el 2006— alcanzaron tasas interanuales de crecimiento del PIB real del 4% como mínimo.

El incremento de las exportaciones fue el principal factor determinante del crecimiento del PIB real en el 2003, tras el alza de los precios del petróleo. La demanda interna, en particular el consumo privado y la formación bruta de capital, sólo se han acelerado partir del 2004. Factores de ámbito internacional, como el sólido crecimiento mundial, la holgada situación de liquidez y los bajos

Países exportadores de petróleo:
Principales características
estructurales, evolución
económica y reciclaje
de los ingresos derivados
del petróleo

Cuadro 4 Algunos indicadores económicos de los países exportadores de petróleo

(tasas de variación interanual; salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB real	-0,7	3,1	7,0	3,7	3,5	6,7	6,9	6,2	6,0
Consumo privado	3,1	0,3	4,6	7,2	9,4	4,8	10,3	11,8	10,7
Consumo público	1,4	1,4	10,7	3,8	1,1	4,1	3,8	5,2	3,9
Formación bruta de capital fijo	-4,0	5,3	9,7	9,5	7,1	6,9	13,4	11,7	14,7
Exportaciones (bienes y servicios)	1,2	4,7	8,9	1,1	7,3	11,5	7,6	6,0	5,1
Desempleo (% de la población activa)	8,8	10,7	10,6	10,2	10,1	10,2	9,1	8,6	7,9
Saldo presupuestario de las AAPP ¹⁾ (% del PIB)	-6,1	-1,8	5,4	2,0	0,9	2,8	6,3	10,1	10,5
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-2,2	5,4	15,2	9,4	7,2	9,7	12,3	16,7	16,3
Precio del barril de Brent (media mensual en USD)	12,7	17,9	28,5	24,4	25,0	28,9	38,3	54,5	65,4

Fuentes: FMI; precio del Brent: Bloomberg.

Nota: Medias de los diez países incluidos en el estudio, ponderadas por el PIB en términos de paridad del poder adquisitivo, salvo el desempleo (media simple de ocho países: se excluyen Libia y los EAU).

1) En el caso de Argelia, saldo de la Administración Central.

tipos de interés, han contribuido asimismo a que el crecimiento económico sea superior a la media. El aumento del consumo público ha sido relativamente moderado, lo que podría apuntar a una utilización prudente de los mayores ingresos derivados del petróleo (véase también la subsección sobre saldos presupuestarios y balanza por cuenta corriente). No obstante, en países como Venezuela, Arabia Saudí, Argelia y Nigeria, el consumo público ha crecido, en promedio, a tasas superiores al 7% anual entre el 2004 y el 2006.

El sólido crecimiento económico registrado en los últimos años ha contribuido a un descenso —aunque moderado— del desempleo en el grupo de países exportadores de petróleo. La caída más pronunciada se observó en Argelia y Venezuela. Por lo que se refiere a los niveles de desempleo, tres de los ocho países para los que se dispone de datos registran tasas de paro cercanas o (en el caso de Argelia) notablemente superiores al 10%. La limitada reducción del desempleo, a pesar de las tasas de crecimiento relativamente sólidas, tiene en parte su explicación en la elevada intensidad en capital del sector de extracción de petróleo y gas. Por consiguiente, el crecimiento que se concentra en este sector no crea importantes oportunidades adicionales de empleo, de lo que se deduce que es necesario desarrollar el sector privado no petrolero. Esta recomendación se aplica, en particular, a las economías menos diversificadas y a aquellas en las que el empleo en el sector público alcanza ya niveles elevados, por ejemplo, países del CCG como Kuwait y Arabia Saudí⁷.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En promedio, la inflación en los países exportadores de petróleo se mantiene en niveles elevados, que oscilan entre el 8% y el 13%, desde comienzos de la presente década. Irán, Nigeria, Rusia y Venezuela han registrado tasas de inflación cercanas o superiores al 10% anual en los últimos años. Todos los demás países —con la excepción de los EAU desde el 2004— han registrado, en general, tasas de inflación inferiores al 5% (cuadro 5). Las cifras oficiales del IPC podrían subestimar tanto el nivel de inflación como las presiones inflacionistas en varios países, como se deduce, entre otras cosas, del papel destacado de los precios administrados como instrumento de la política antiinflacionista no monetaria aplicada por las autoridades (por ejemplo, en Rusia), la subvención de una amplia gama de productos, en particular la energía, como instrumento de política social (en Irán) y la falta de actualización de las cestas empleadas para calcular el IPC (los EAU).

En general, las presiones inflacionistas se han intensificado en los últimos años, especialmente en países que, hasta ahora, habían registrado tasas de inflación relativamente bajas, debido a la combinación de una sólida demanda interna y de un rápido creci-

7 Véase M. Sturm y N. Siegfried, «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», Occasional Paper n.º 31, BCE, 2005.

Cuadro 5 Inflación en los países exportadores de petróleo

(tasas de variación interanual)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argelia	5,0	2,6	0,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5
Irán	18,1	20,1	12,6	11,4	15,8	15,6	15,2	12,1	14,6
Kuwait	0,6	3,1	1,6	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,0
Libia	3,7	2,6	-2,9	-8,8	-9,9	-2,1	-2,2	2,0	3,4
Nigeria	10,0	6,6	6,9	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3
Noruega	2,3	2,3	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3
Rusia	27,7	85,7	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7
Arabia Saudí	-0,2	-1,3	-1,1	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,7	2,3
EAU	2,0	2,1	1,4	2,8	2,9	3,1	5,0	7,8	10,1
Venezuela	35,8	23,6	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7	15,9	13,6
Media	17,5	41,0	12,2	13,0	11,4	11,1	9,5	9,9	8,7

Fuente: FMI.

Nota: Medias ponderadas por el PIB en términos de paridad del poder adquisitivo. Los datos se refieren a la inflación medida por los precios de consumo.

miento monetario y crediticio. El acusado incremento de los precios de los activos también apunta a la existencia de presiones inflacionistas. Los mercados bursátiles de los países exportadores de petróleo han experimentado notables subidas, aunque en los mercados de los países del Golfo se produjo una corrección a principios del 2006. También se ha observado cierta evidencia de un acusado incremento de los precios de la propiedad inmobiliaria, en particular en este último grupo de países.

Varios factores han contribuido a mantener controlada la inflación en los países que registraban tasas relativamente bajas (o a evitar que aumente en aquellos en los que las tasas eran elevadas), como los fuertes incrementos de la productividad, las condiciones holgadas en los mercados de trabajo nacionales (que se manifiesta en las elevadas tasas de paro) y, especialmente en los países del CCG, la inmigración de trabajadores. El alto grado de apertura al comercio internacional y el aumento de las importaciones procedentes de países con costes laborales bajos también han influido positivamente en la evolución de la inflación en algunos países exportadores de petróleo, como los integrantes del CCG y Noruega.

Con la excepción de Noruega, el papel desempeñado por la política monetaria como elemento de contención de las presiones inflacionistas ha sido limitado, debido a la naturaleza de los regímenes cambiarios vigentes (véase sección 2). El hecho

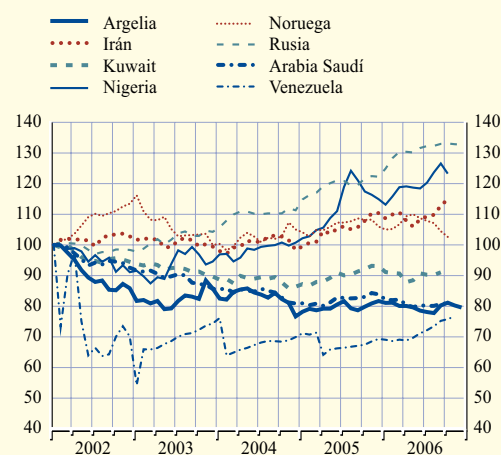
de que las monedas estén vinculadas al dólar estadounidense o que se aplique un régimen de flotación estrechamente controlada ha limitado la capacidad de los bancos centrales para utilizar los tipos de interés internos como instrumento de control de la inflación. Además, la depreciación del dólar estadounidense en los últimos años ha intensificado las presiones inflacionistas a través de los precios de importación, en particular en los países cuyas importaciones proceden, en un elevado porcentaje, de la zona del euro. Varios países exportadores de petróleo, como Argelia, Kuwait y Arabia Saudí, han experimentado una depreciación del tipo de cambio efectivo real de su moneda desde el 2002 (gráfico 2). La apreciación del tipo de cambio efectivo real que se observa en Rusia, Nigeria e Irán se debe, principalmente, al aumento de las tasas de inflación.

SALDO PRESUPUESTARIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El alza de los precios del petróleo y el consiguiente incremento de los ingresos públicos dio lugar a un acusado cambio de signo del saldo presupuestario de los países exportadores de petróleo. El saldo medio (como porcentaje del PIB) de los diez países exportadores de petróleo incluidos en el estudio pasó de un déficit del 6,1% en 1998 a un superávit del 10,5% en 2006 (cuadro 4). Si bien en el año 2000 ya se registraron superávit, éstos han aumentado significativamente a partir del 2004.

Gráfico 2 Tipos de cambio efectivos reales

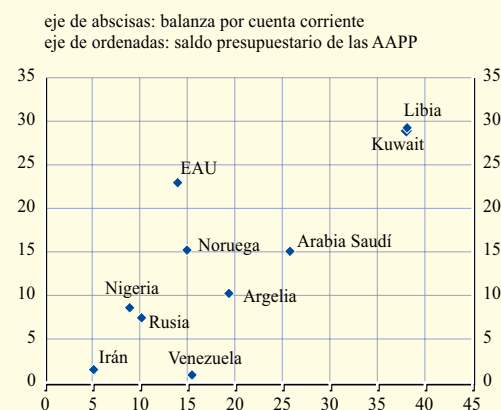
(índice: enero 2002 = 100)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.
Notas: Datos deflactados por el IPC. No se dispone de datos comparables para Libia ni los EAU.

Gráfico 3 Balanza por cuenta corriente y saldo presupuestario de las AAPP

(porcentajes del PIB)



Fuente: FMI.
Nota: Los datos corresponden a las medias del período 2004-2006.

Hasta ahora, la mayoría de los países exportadores de petróleo han actuado con relativa cautela a la hora de incrementar el gasto público. Quizá ello se deba a la experiencia de la segunda mitad de la década de los ochenta cuando, tras una caída de los precios del petróleo, estos países tuvieron dificultades para controlar unos gastos que habían crecido notablemente en los años setenta y en los primeros años de la década de los ochenta, cuando los precios del crudo alcanzaron niveles elevados. Además, persiste la incertidumbre sobre si las subidas que han registrado los precios del petróleo en los últimos años serán transitorias o permanentes. Libia, Kuwait y los EAU han contabilizado los superávits presupuestarios más abultados en este período. Por el contrario, Irán sólo ha registrado superávit relativamente reducidos y Venezuela comenzó a contabilizar déficit en el 2006, lo que sugiere que estos dos países podrían haber aplicado una política fiscal mucho más expansiva. Los superávits pueden reducirse en otros países exportadores de petróleo en el futuro, dado que muchos de ellos tienen previsto incrementar el gasto, en particular, en proyectos de infraestructura.

En promedio, el superávit por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo se incrementó hasta

el 16% del PIB en el 2005 y en el 2006 (cuadro 4). Dado que el sector petrolero está nacionalizado, existe una relación muy estrecha entre los precios del petróleo, la balanza por cuenta corriente y el presupuesto del Estado. Así pues, al comparar la situación de los distintos países, se observa que la evolución de la balanza por cuenta corriente es similar a la del saldo de las Administraciones Públicas (gráfico 3).

4 UTILIZACIÓN Y RECICLAJE DE LOS MAYORES INGRESOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO

A los países exportadores de petróleo se les plantea el dilema básico de gastar o ahorrar los ingresos generados por las exportaciones de crudo. Dado que, en la mayoría de los países, el sector petrolero está nacionalizado, los ingresos derivados del petróleo revierten en los gobiernos; así pues, determinar el uso que se va a dar a esos ingresos es, ante todo, una decisión de política fiscal. Si se decide gastarlos, pueden emplearse en la compra de bienes o servicios nacionales o extranjeros (importaciones). Tanto el gasto interno como el externo pueden dedicarse al consumo o a la inversión. Si se opta por el ahorro, éste puede realizarse acumulando activos financieros o reduciendo

do la deuda pública. El gasto en inversión se considera como equivalente del ahorro en la medida en que los activos físicos sean sustitutos de los activos financieros.

La acumulación de activos financieros y físicos financiados con ingresos provenientes del petróleo no incrementa la riqueza neta de un país exportador de petróleo, ya que dichos activos sustituyen a la riqueza petrolera, que es un recurso no renovable en el balance nacional del país.

A continuación, se examina el uso de los ingresos provenientes del petróleo para reducir la deuda pública, financiar las importaciones y acumular activos financieros, por ser estos aspectos los más destacados desde una perspectiva mundial. El reciclaje de dichos ingresos fue un signo característico de los períodos en que los precios del petróleo se situaron en niveles elevados, como la década de los años setenta y los primeros años de la década de los ochenta, y lo ha sido también del período reciente de incremento de los precios. Es un fenómeno que se produce a través del cauce del comercio exterior, es decir, de un aumento de las importaciones, y del cauce financiero, es decir, las salidas de capital de los países exportadores de petróleo.

REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

En promedio, la deuda pública de los diez países exportadores de petróleo incluidos en el estudio se

ha reducido en más de la mitad desde el año 2001 (cuadro 6). Para las autoridades de los países que registraban un nivel de deuda particularmente elevado a finales de la década de los noventa, como Arabia Saudí, Rusia, Nigeria, Argelia y Libia, la reducción de la deuda ha sido una prioridad de primer orden en lo que se refiere al uso de los recursos adicionales derivados del aumento de los precios del petróleo. En el caso de Arabia Saudí, la deuda amortizada ha sido interna, mientras que los otros cuatro países han amortizado, principalmente, deuda externa. Libia ha cancelado casi por completo su deuda pública. Noruega se destaca por ser el único país que no ha aprovechado la situación creada por las recientes subidas de los precios del petróleo para reducir su deuda pública bruta.

IMPORTACIONES

Las importaciones de los países exportadores de petróleo han aumentado notablemente en los últimos años. En términos absolutos, las importaciones de bienes y servicios de los diez países objeto del estudio aumentaron desde 275 mm de dólares estadounidenses en 1998 hasta 752 mm de dólares en el 2006 (gráfico 4). Rusia, los EAU y Arabia Saudí concentran, en conjunto, casi las dos terceras partes del incremento de las importaciones durante el período comprendido entre 1998 y el 2006. Como porcentaje del PIB, las importaciones han aumentado, en promedio, casi 13 puntos porcentuales desde 1998. El incremento en porcentaje del PIB ha sido

Cuadro 6 Deuda bruta de las AAPP en los países exportadores de petróleo

(porcentajes del PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argelia ¹⁾	63,0	53,5	43,8	36,6	28,4	22,6*
Irán	13,7	25,4	26,4	26,3	22,4	19,6
Kuwait	35,1	29,9	23,0	17,4	11,8	7,6
Libia	43,0	32,7	26,7	1,6	1,1	0,9
Nigeria	81,3	87,9	74,6	65,4	52,4*	50,8*
Noruega	29,0	35,8	44,0	45,6	43,8	43,8
Rusia ¹⁾	42,0	35,4	29,6	22,3	14,8	10,5
Arabia Saudí	93,7	96,9	82,0	65,0	39,6	28,0
EAU	4,0	5,2	6,6	8,4	9,5	8,1
Venezuela ²⁾	31,7	44,3	47,4	38,8	33,3	23,9
Media	43,7	43,2	38,4	31,5	23,3	18,6

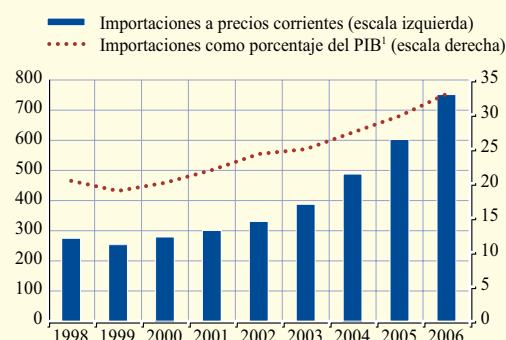
Fuentes: FMI (* proyecciones); Venezuela; cálculos del BCE basados en datos del Ministerio de Hacienda (2006; datos provisionales)..

1) Deuda de la Administración Central.

2) Total deuda pública, según la definición nacional.

Gráfico 4 Importaciones de bienes y servicios de los países exportadores de petróleo

(mm de USD; porcentajes)



Fuente: FMI.

1) Media ponderada por el PIB en términos de paridad del poder adquisitivo.

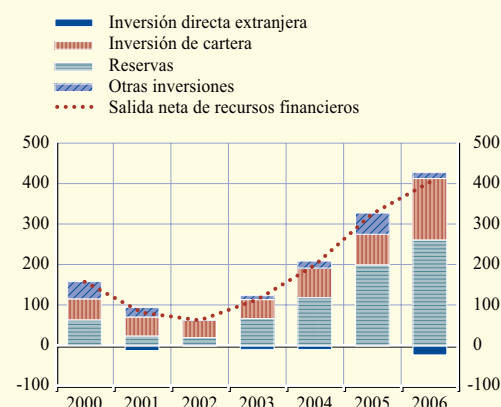
particularmente alto en Libia (68 puntos porcentuales), los EAU (35 puntos porcentuales) y Nigeria (27 puntos porcentuales). El crecimiento de las importaciones también ha sido significativo en los países que han registrado un aumento sustancial del superávit por cuenta corriente, de lo que se deduce que la expansión del gasto no se ha mantenido al mismo ritmo que el incremento de los ingresos derivados del petróleo y el PIB.

El reciclaje de los ingresos derivados del petróleo a través del cauce del comercio exterior parece haber beneficiado más a los países de Asia que a otras regiones; al mismo tiempo, el impacto para la zona del euro también podría haber sido más favorable que para algunos de sus principales competidores, especialmente, Estados Unidos⁸.

Al comparar la evolución de las importaciones en el reciente período de subida de los precios del petróleo con los episodios anteriores de los años setenta y principios de los ochenta, se observan diferentes resultados en lo que se refiere a la propensión marginal a importar, con cargo a los ingresos derivados del petróleo, dependiendo del grupo de países que se incluyan en la muestra y de los indicadores que se utilicen. El FMI estimó en abril del 2006 que, en términos absolutos, el incremento de las importa-

Gráfico 5 Salidas de recursos financieros de los países exportadores de petróleo

(mm de USD)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

ciones representaba alrededor de la mitad de los ingresos adicionales desde el 2002, en comparación con las tres cuartas partes que representaba a principios de la década de los setenta, aunque con diferencias significativas según los países y medidas consideradas. La OCDE observó en el 2005 que el gasto en importaciones estaba prácticamente en línea con lo que se esperaba para África y la región de Oriente Medio, de lo que se deduce que entre el 60% y el 65% de los ingresos extraordinarios derivados del petróleo se utilizaba al cabo de dos años. En el 2005, el Bundesbank llamó la atención sobre una aceleración del reciclaje de los ingresos derivados del petróleo a través del cauce del comercio exterior, tras comparar cómo reaccionaron, en los períodos 1980-1990 y 1991-2004, las exportaciones y de las importaciones de los países pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tras una subida de los precios del crudo.

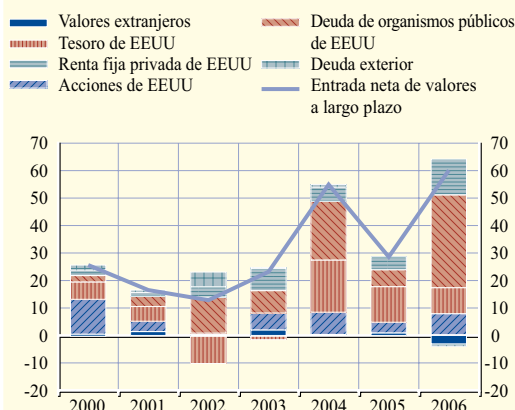
ACUMULACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

La acumulación de activos financieros puede adoptar la forma de reservas de divisas (en poder de los bancos centrales) o de activos acumulados

⁸ Véase el recuadro titulado «Reciclaje de la factura del petróleo y exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro», en el Boletín mensual del BCE de abril del 2007.

Gráfico 6 Compras de valores a largo plazo a residentes en EEUU realizadas por los países exportadores de petróleo

(mm de USD)

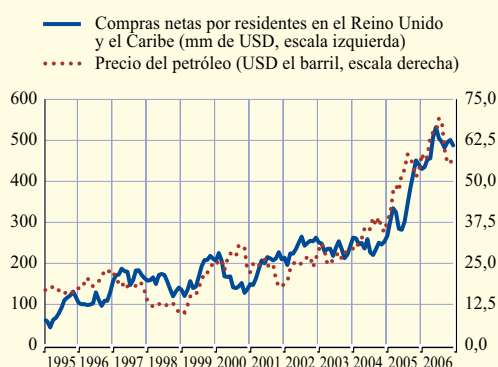


Fuentes: Tesoro de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Nota: Los datos incluyen Bahrein, Irak, Gabón, Omán y Qatar, y excluyen Kuwait.

Gráfico 7 Compras de valores a largo plazo a residentes en EEUU realizadas por el Reino Unido y los países del Caribe

(mm de USD; USD por barril)



Fuentes: Tesoro de Estados Unidos, BPI y cálculos del BCE.

Notas: Compras netas acumuladas de doce meses. El precio del petróleo corresponde al tipo «Arabian Light».

por otros entes públicos (fondos soberanos de riqueza) o por el sector privado. Dados el nivel de desarrollo de los mercados financieros y las limitadas oportunidades de inversión existentes en la mayoría de los países exportadores de petróleo, que reflejan también el escaso grado de diversificación económica, no sólo las reservas de divisas, sino también un amplio porcentaje de los activos de otros entes públicos y agentes privados están invertidos en el exterior. Lo más probable es que estos activos abarquen una gama más amplia de categorías que las reservas de divisas, es decir, además de la deuda pública, pueden incluir también, por ejemplo, valores de renta fija privada, acciones, bienes raíces o inversión directa extranjera. En este contexto, las economías exportadoras de petróleo han registrado grandes salidas de capital, que se han duplicado en los dos últimos años, alcanzando una cifra de más de 400 mm de dólares estadounidenses en el 2006. El grueso de estas salidas se ha producido en forma de acumulación de reservas y de inversiones de cartera (gráfico 5), y una parte sustancial de las inversiones de cartera declaradas podría, en realidad, proceder del sector público, es decir, de los fondos soberanos de riqueza.

Aunque la distribución geográfica de estos flujos financieros es difícil de determinar, Estados Unidos

parece ser uno de los principales destinos. En el año 2006, el Tesoro de Estados Unidos registró entradas netas por importe de unos 60 mm de dólares estadounidenses en valores a largo plazo (sobre todo, deuda del Tesoro y de organismos públicos de Estados Unidos, pero también valores de renta fija privada) de residentes del sector privado y del sector público de los países exportadores de petróleo (gráfico 6).

Si bien los flujos de capital declarados oficialmente, provenientes de los países exportadores de petróleo que se dirigen hacia Estados Unidos son mucho menores que los superávits por cuenta corriente que registran estos países y que las correspondientes salidas netas de recursos financieros, no incluyen las transacciones realizadas a través de centros financieros internacionales como Londres o los centros extraterritoriales del Caribe. En el 2006, el Reino Unido y los centros extraterritoriales del Caribe concentraron un importe de 506 mm de dólares estadounidenses, o lo que es lo mismo, más de la mitad de las compras totales de valores a largo plazo de residentes en Estados Unidos realizadas por inversores extranjeros (gráfico 7), de lo que se deduce que los países exportadores de petróleo canalizan una proporción significativa de sus inversiones de cartera extranjeras a través de estos centros internacionales.

Países exportadores de petróleo:
Principales características
estructurales, evolución
económica y reciclaje
de los ingresos derivados
del petróleo

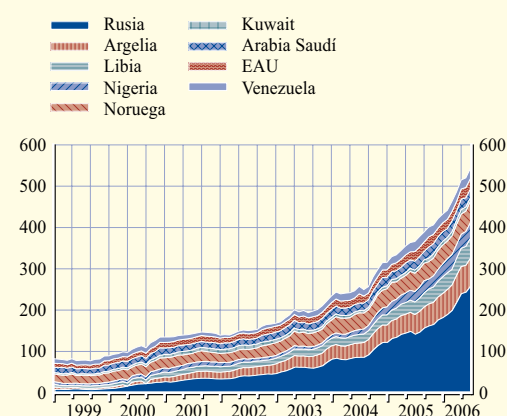
Las reservas de divisas de los principales países exportadores de petróleo incluidos en el estudio se han incrementado en unos 430 mm de dólares estadounidenses desde finales de 1998, alcanzando la cifra de 519 mm de dólares en julio de 2006 (gráfico 8). Así pues, la proporción que representan con respecto a las reservas de divisas totales se elevó desde el 5%, aproximadamente, a finales de 1998 hasta más del 11% a mediados del 2006. Si, no obstante, el incremento absoluto de las reservas de divisas de los países exportadores de petróleo se compara con el aumento de las reservas de divisas en poder de todos los países en desarrollo y economías emergentes, los exportadores de petróleo sólo representan un 14% del incremento total registrado entre enero de 1999 y julio del 2006.

En lo que respecta a la evolución de las reservas de divisas, se observan diferencias sustanciales entre unos países y otros. La acumulación de reservas por parte del Banco de Rusia ha sido el principal factor determinante de dicha evolución en el grupo de países exportadores de petróleo, lo que refleja en parte el hecho de que el fondo ruso de estabilización —que no se creó hasta principios del 2004 y que representa alrededor del 30% de las reservas de divisas de Rusia acumuladas a finales del 2006— haya depositado todos sus fondos en una cuenta en el banco central. En Argelia y Libia también se ha observado una acumulación sustancial de reservas de divisas, aunque menor que en Rusia, y, desde el año 2004, Nigeria ha incrementado igualmente sus reservas de divisas con respecto a los bajos niveles registrados anteriormente.

Las tenencias de reservas de divisas de los países del CCG y Noruega muestran un alto grado de estabilidad a lo largo del tiempo, lo que indica que, en esos países, los fondos soberanos de riqueza han sido los principales acumuladores de activos exteriores. El fondo noruego se incrementó desde 22,7 mm de dólares estadounidenses en 1998 hasta 285,6 mm de dólares estadounidenses en el 2006, mientras que se estima que los fondos administrados por la Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) y la Kuwait Investment Authority (KIA) podrían haber alcanzado una cifra de 250 a

Gráfico 8 Reservas de divisas de los países exportadores de petróleo

(mm de USD)



Fuente: FMI.

Notas: La última observación corresponde a julio del 2006. No se dispone de datos comparables para Irán.

500 mm de dólares estadounidenses y de 160 a 250 mm de dólares estadounidenses, respectivamente en el 2006⁹.

Parecen existir ciertas diferencias entre el modelo de reciclaje de los ingresos derivados del petróleo a través del cauce financiero de los años setenta y principios de los ochenta y el episodio más reciente de alza de los precios del petróleo. En el primer periodo, las reservas oficiales de divisas y los depósitos en los bancos internacionales fueron los principales instrumentos financieros utilizados para reciclar los ingresos derivados del petróleo. Los bancos aprovecharon este aumento de recursos para incrementar sus préstamos a las economías emergentes, especialmente de América Latina, lo que, posteriormente, contribuyó la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta. La acumulación de depósitos bancarios de los países exportadores de petróleo en los últimos años ha sido más limitada, mientras que las inversiones de cartera han sido más considerables. La reducción de la deuda externa también ha desempeñado un

9 La ADIA y la KIA no divulgan información sobre el importe total de los activos en gestión ni sobre la composición de los activos. Los importes que se indican son estimaciones del sector privado y están sujetos a un alto grado de incertidumbre.

papel más destacado. Además, si bien los datos sobre la distribución de los activos de los países exportadores de petróleo por categorías, monedas o regiones son muy limitados¹⁰, la evidencia anecdótica apunta a un aumento de las inversiones, en particular, por parte de los países del CCG, en Asia o en la región más grande de Oriente Medio en comparación con períodos anteriores en los que los precios del petróleo han sido elevados. Esto último se refleja, entre otras cosas, en el dinámico desarrollo de los mercados bursátiles e inmobiliarios de varios países de Oriente Medio y del Norte de África observado en los últimos años. Sin embargo, como se señaló anteriormente, Estados Unidos parece haber sido el principal destino para el reciclaje de los ingresos derivados del petróleo a través del cauce financiero en los últimos años, al igual que en períodos anteriores en los que los precios del petróleo han sido elevados.

5 CONCLUSIONES

Los diez países exportadores de petróleo incluidos en el estudio —aunque difieren respecto a muchas de sus características estructurales— son economías basadas en los hidrocarburos y se han beneficiado de las alzas de los precios del petróleo de los últimos años. Ello se ha reflejado en un aumento de las tasas de crecimiento del PIB real desde el año 2003 y en la acumulación de abultados superávits presupuestarios y por cuenta corriente. Al mismo tiempo, en algunos países han comenzado a sentirse presiones inflacionistas, mientras que, en otros, éstas han seguido siendo atenuadas. El aumento de los ingresos derivados del petróleo se ha traducido

en un incremento de las importaciones, una acumulación de activos financieros y una reducción de la deuda pública; además, estos ingresos se están utilizando, cada vez más, para financiar el gasto público, especialmente en infraestructuras.

Los elevados precios del petróleo registrados en los últimos años han tendido a amortiguar el crecimiento y a elevar la inflación en los países importadores de petróleo, aunque la dependencia de las economías industrializadas, sobre todo la zona del euro, respecto al petróleo ha sido menor que en la década de los años setenta y a principios de los años ochenta. No obstante, el impacto económico negativo de los altos precios del petróleo se atenúa gracias al reciclaje de estos ingresos a través del cauce del comercio exterior, que parece beneficiar principalmente a Asia y, en menor medida, a la zona del euro en forma de un aumento de las exportaciones a los países exportadores de petróleo, y a través del cauce financiero, que beneficia fundamentalmente a Estados Unidos mediante un incremento de las entradas de capital provenientes de dichos países. Como resultado, en los últimos años, los países exportadores de petróleo han cobrado mayor importancia para la economía mundial, en su calidad tanto de socios comerciales como de inversores.

10 Los datos del BPI sugieren que, desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, Rusia y las economías de la OPEP han incrementado la proporción de depósitos netos denominados en euros en el total de depósitos en bancos declarantes al BPI, y que el incremento ha sido mucho más pronunciado en el caso de Rusia. Véase un análisis más detallado en el recuadro titulado «The role of the euro in the recycling of oil revenues in the international banking system: an update», Review of the international role of the euro, BCE, 2007.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,9	3,08	3,86
2006 III	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,1	3,22	3,97
IV	6,7	8,6	9,0	-	11,2	16,7	3,59	3,86
2007 I	6,8	9,0	10,1	-	10,5	16,0	3,82	4,08
II	.	.	.	-	.	.	4,07	4,42
2007 Ene	6,6	8,9	9,9	9,9	10,6	15,8	3,75	4,10
Feb	6,6	8,8	10,0	10,3	10,3	15,6	3,82	4,12
Mar	7,0	9,5	10,9	10,4	10,5	17,6	3,89	4,02
Abr	6,3	9,0	10,4	10,7	10,3	18,3	3,98	4,25
May	6,1	9,4	10,7	.	10,3	.	4,07	4,37
Jun	.	.	.	.	.	.	4,15	4,66

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	2,2	4,1	2,4	1,5	1,3	81,2	0,8	8,6
2006	2,2	5,1	2,4	2,7	4,0	83,3	1,4	7,9
2006 III	2,1	5,4	2,4	2,8	4,2	83,8	1,5	7,8
IV	1,8	4,1	2,2	3,3	4,0	84,2	1,5	7,6
2007 I	1,9	2,9	2,2	3,0	3,8	84,6	1,4	7,2
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Ene	1,8	3,1	-	-	3,3	84,4	-	7,4
Feb	1,8	2,9	-	-	4,0	-	-	7,2
Mar	1,9	2,8	-	-	4,1	-	-	7,1
Abr	1,9	2,4	-	-	2,9	84,8	-	7,1
May	1,9	2,3	-	-	.	-	-	7,0
Jun	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	10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006	5,3	30,5	-156,7	273,1	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006 III	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
IV	27,3	19,7	-57,3	130,0	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007 I	5,4	8,6	-33,0	133,1	331,6	105,5	105,9	1,3106
II	.	.	.	.	.	107,1	107,3	1,3481
2007 Ene	-2,0	-3,0	-12,3	35,4	338,6	104,9	105,5	1,2999
Feb	-4,3	2,5	-12,4	26,2	337,5	105,4	105,9	1,3074
Mar	11,7	9,2	-8,4	71,4	331,6	106,1	106,5	1,3242
Abr	-5,9	3,2	-24,4	16,3	330,0	107,1	107,4	1,3516
May	.	.	.	.	327,4	107,3	107,4	1,3511
Jun	.	.	.	.	.	106,9	107,1	1,3419

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 8 junio	2007 15 junio	2007 22 junio	2007 29 junio
Oro y derechos en oro	179.936	179.911	179.866	172.756
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	143.867	144.240	143.414	141.647
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.588	24.557	26.015	24.433
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.301	16.121	15.844	16.713
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	429.174	432.004	438.124	464.608
Operaciones principales de financiación	279.000	282.000	288.002	313.499
Operaciones de financiación a plazo más largo	150.002	150.003	150.003	150.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	172	1	119	1.104
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	3
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	14.058	14.401	14.430	13.759
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	96.176	95.752	93.929	93.704
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.643	37.643	37.643	37.147
Otros activos	234.603	235.631	237.407	243.686
Total activo	1.176.346	1.180.260	1.186.672	1.208.453

2. Pasivo

	2007 8 junio	2007 15 junio	2007 22 junio	2007 29 junio
Billetes en circulación	629.296	628.150	627.902	633.076
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	185.711	192.101	189.555	183.186
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	185.565	191.999	189.468	182.086
Facilidad de depósito	143	86	86	1.100
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	16	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	201	198	201	226
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	51.054	50.176	58.492	77.881
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20.240	19.931	19.536	28.116
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	157	157	190	178
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	17.262	16.816	17.756	16.059
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.578	5.578	5.578	5.517
Otros pasivos	72.995	73.300	73.609	78.893
Cuentas de revalorización	125.521	125.521	125.521	117.010
Capital y reservas	68.331	68.332	68.332	68.311
Total pasivo	1.176.346	1.180.260	1.186.672	1.208.453

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
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007 7 Mar	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 Abr	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
2 May	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
9	3 53.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
30	3 60.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
6 Jun	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
13	363.785	344	282.000	4,00	4,06	4,07	7
20	365.298	361	288.000	4,00	4,06	4,07	7
27	340.137	341	313.500	4,00	4,07	4,08	7
4 Jul	357.489	334	298.000	4,00	4,03	4,05	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2006 29 Jun	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 Jul	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 Ago	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 Sep	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 Oct	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 Nov	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 Dic	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 Feb	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 Mar	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91
28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	4,12	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
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 May	Captación de depósitos a plazo fijo	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 Oct	Operaciones temporales	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
12 Dic	Operaciones temporales	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007 13 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
17 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
14 May	Captación de depósitos a plazo fijo	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1
12 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	12.960	11	6.000	3,75	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 Ene	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5
Feb	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9
Mar	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8
Abr	16.456,1	8.764,2	677,6	2.021,0	1.387,2	3.606,1

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento, que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
2007 17 Abr	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 May	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 Jun	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
10 Jul	188,3	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 16 Ene	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9
13 Feb	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 Mar	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
17 Abr	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 May	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8
12 Jun	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) 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														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 Ene	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,6
Feb	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,8	267,4
Mar	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,5
Abr	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
May ^(p)	1.629,8	724,7	18,1	0,6	705,9	248,1	213,5	2,1	32,5	-	17,8	354,0	15,3	269,8
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 Ene	26.402,2	15.074,2	806,2	9.275,8	4.992,1	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,5	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.760,7
Feb	26.619,8	15.159,1	803,2	9.337,0	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,2	1.675,1	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
Mar	27.084,1	15.332,7	801,4	9.439,2	5.092,1	3.661,0	1.281,6	686,6	1.692,9	92,2	1.238,0	4.683,3	195,0	1.881,9
Abr	27.460,1	15.493,8	802,3	9.524,1	5.167,3	3.670,2	1.258,8	706,0	1.705,4	97,0	1.308,4	4.800,9	199,5	1.890,3
May ^(p)	27.827,2	15.606,5	797,8	9.597,0	5.211,6	3.745,6	1.291,7	733,6	1.720,2	95,1	1.346,7	4.899,6	200,3	1.933,6

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											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 Ene	1.540,4	621,2	433,3	48,2	18,8	366,3	-	0,8	214,9	36,9	233,2
Feb	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,2	-	0,4	218,2	39,1	234,7
Mar	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
Abr	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
May ^(p)	1.629,8	644,9	482,3	47,2	21,3	413,8	-	0,1	211,4	42,5	248,6
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	123,2	7.891,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 Ene	26.402,2	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.313,8	1.459,3	4.181,6	2.423,5
Feb	26.619,8	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.372,4	1.478,3	4.231,2	2.439,4
Mar	27.084,1	-	13.591,9	138,8	8.046,9	5.406,2	758,6	4.423,0	1.520,0	4.253,5	2.537,2
Abr	27.460,1	-	13.690,5	131,6	8.097,4	5.461,5	779,2	4.446,1	1.537,3	4.405,2	2.601,7
May ^(p)	27.827,2	-	13.847,9	152,3	8.165,0	5.530,6	797,4	4.503,3	1.536,5	4.514,8	2.627,2

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											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 Ene	20.097,2	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,3	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,7
Feb	20.284,1	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,6	1.496,0	660,6	836,4	4.941,3	186,6	2.002,6
Mar	20.630,4	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,7	1.487,0	688,7	849,9	5.042,9	209,8	2.091,2
Abr	20.904,3	10.346,2	821,5	9.524,8	2.177,3	1.469,1	708,2	909,5	5.156,7	214,8	2.099,8
May ^(p)	21.200,4	10.413,6	816,0	9.597,6	2.241,0	1.505,2	735,8	920,5	5.253,6	215,6	2.156,1
Operaciones											
2005	1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006	2.003,8	873,6	-14,4	888,0	10,6	-96,8	107,4	98,5	795,7	6,4	218,9
2007 Ene	292,3	84,5	-4,0	88,4	22,9	21,2	1,7	12,9	143,6	-0,9	29,3
Feb	221,8	63,2	-3,0	66,2	17,8	4,2	13,6	-10,6	123,8	0,0	27,6
Mar	348,3	104,7	-1,2	105,9	22,4	-7,3	29,6	10,0	123,5	1,2	86,5
Abr	313,3	92,5	0,5	92,0	3,5	-16,0	19,5	58,7	151,8	1,0	5,8
May ^(p)	267,1	68,1	-5,6	73,6	62,3	36,7	25,6	5,6	75,5	0,9	54,8

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										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	156,9	7.907,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 Ene	20.097,2	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.625,2	1.283,7	4.218,6	2.656,7	18,4
Feb	20.284,1	578,7	189,5	7.919,2	652,5	2.668,2	1.296,2	4.270,2	2.674,1	35,4
Mar	20.630,4	588,3	183,6	8.064,4	666,4	2.700,0	1.330,7	4.293,0	2.769,5	34,5
Abr	20.904,3	594,7	173,6	8.117,2	682,3	2.709,7	1.334,2	4.448,3	2.836,6	7,5
May ^(p)	21.200,4	597,5	199,5	8.186,3	702,4	2.750,8	1.304,0	4.557,3	2.875,9	26,8
Operaciones										
2005	1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006	2.003,8	59,4	-16,2	684,3	27,0	285,6	57,3	599,4	263,8	43,1
2007 Ene	292,3	-17,0	12,2	-21,6	28,9	30,0	0,3	166,8	95,9	-3,1
Feb	221,8	3,1	19,0	16,3	11,5	50,5	6,9	84,3	6,6	23,6
Mar	348,3	9,6	-5,7	147,3	14,2	35,3	17,7	39,0	88,1	2,7
Abr	313,3	6,4	-9,9	57,6	17,9	19,4	-2,1	190,9	50,7	-17,7
May ^(p)	267,1	2,8	25,9	66,8	15,4	35,1	-29,2	89,0	44,2	17,1

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⁾

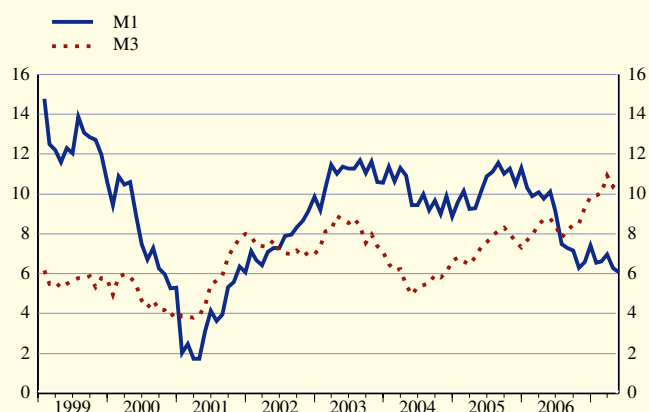
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
			M2	M3-M2							
	M1	M2-M1							Préstamos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006	3.674,8	2.954,1	6.628,9	1.102,1	7.731,0	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	632,9
2007 Ene	3.686,5	2.989,4	6.675,9	1.134,9	7.810,7	-	5.478,5	2.321,7	10.770,8	9.273,9	629,3
Feb	3.709,2	3.006,7	6.715,9	1.153,1	7.869,0	-	5.514,3	2.321,8	10.843,2	9.342,4	679,9
Mar	3.746,6	3.064,4	6.811,0	1.188,9	7.999,9	-	5.579,7	2.300,8	10.969,4	9.442,9	767,2
Abr	3.738,7	3.106,2	6.844,9	1.189,3	8.034,2	-	5.609,9	2.277,2	11.086,7	9.515,0	732,7
May ^(p)	3.768,4	3.129,2	6.897,6	1.219,0	8.116,6	-	5.627,3	2.314,0	11.201,9	9.589,7	730,0
	Operaciones										
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	253,4	310,9	564,3	130,2	694,5	-	427,0	-114,1	1.101,4	892,8	196,1
2007 Ene	3,1	26,0	29,0	34,4	63,5	-	31,8	-4,6	85,0	79,5	-4,1
Feb	24,1	19,2	43,2	18,5	61,8	-	38,9	-1,2	76,3	73,5	51,3
Mar	38,1	58,7	96,8	35,7	132,5	-	52,9	-18,7	128,0	104,2	93,1
Abr	-6,7	44,3	37,6	1,5	39,0	-	36,3	-21,4	123,5	79,1	-32,1
May ^(p)	29,1	22,0	51,0	25,5	76,6	-	11,6	37,3	108,8	75,5	-4,1
	Tasas de crecimiento										
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Dic	7,4	11,7	9,3	13,2	9,8	9,7	8,5	-4,7	11,5	10,8	196,1
2007 Ene	6,6	12,0	8,9	16,2	9,9	9,9	8,6	-4,8	11,3	10,6	185,0
Feb	6,6	11,6	8,8	18,0	10,0	10,3	8,4	-4,1	10,7	10,3	250,9
Mar	7,0	12,7	9,5	19,9	10,9	10,4	8,6	-4,9	10,8	10,5	336,0
Abr	6,3	12,4	9,0	19,2	10,4	10,7	8,6	-5,6	10,7	10,3	311,4
May ^(p)	6,1	13,7	9,4	18,8	10,7	.	8,2	-3,1	10,9	10,3	293,9

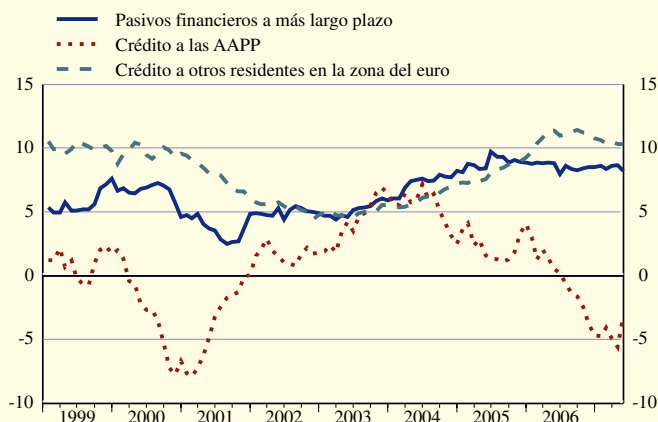
C1 Agregados monetarios¹⁾

(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⁾

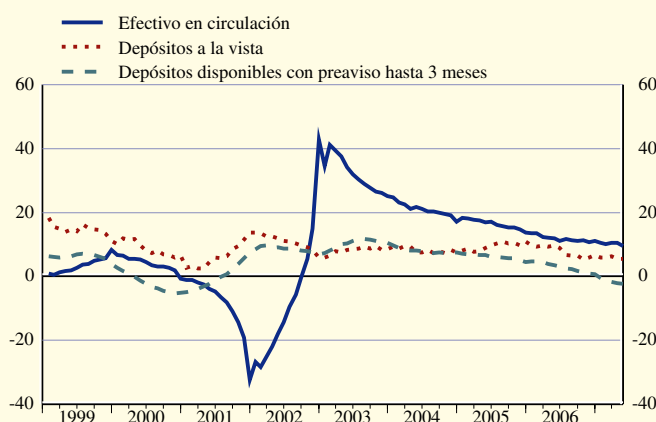
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.095,8	1.402,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 Ene	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,9	268,2	645,5	221,1	2.422,5	105,2	1.666,4	1.284,4
Feb	588,3	3.121,0	1.468,5	1.538,1	265,1	655,7	232,3	2.441,9	106,9	1.670,0	1.295,6
Mar	592,0	3.154,6	1.527,6	1.536,8	280,3	670,1	238,5	2.461,2	107,8	1.683,3	1.327,5
Abr	597,4	3.141,3	1.573,2	1.533,0	271,6	676,3	241,4	2.467,5	108,7	1.693,6	1.340,0
May ^(p)	597,8	3.170,6	1.596,7	1.532,5	270,4	691,7	256,9	2.488,7	108,6	1.715,9	1.314,2
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	195,8	301,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,5
2007 Ene	3,7	-0,7	31,4	-5,4	-3,8	15,6	22,6	18,7	2,1	9,2	1,9
Feb	5,1	19,0	27,9	-8,7	-3,1	10,8	10,8	27,2	1,6	4,4	5,6
Mar	3,7	34,4	60,1	-1,3	15,2	14,6	5,9	23,2	0,9	13,7	15,1
Abr	5,4	-12,1	47,9	-3,7	-8,6	8,3	1,8	17,1	1,0	11,3	7,0
May ^(p)	0,4	28,7	22,5	-0,5	-1,2	10,7	16,0	14,8	-0,1	21,7	-24,9
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,3	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Ene	10,4	5,9	29,3	-0,4	11,6	8,2	58,4	10,2	18,9	8,9	4,7
Feb	10,2	5,9	29,4	-1,3	15,2	9,6	56,5	10,7	20,7	8,2	3,5
Mar	10,5	6,3	32,2	-1,7	19,3	12,2	50,3	11,0	20,6	8,1	4,2
Abr	10,5	5,5	31,2	-2,0	13,5	13,2	51,1	10,9	20,4	7,9	4,7
May ^(p)	9,6	5,4	34,8	-2,3	10,3	13,8	49,3	10,7	18,4	8,3	2,9

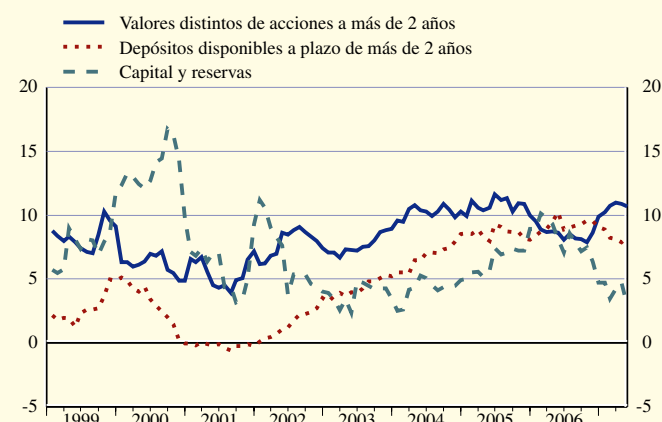
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(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)

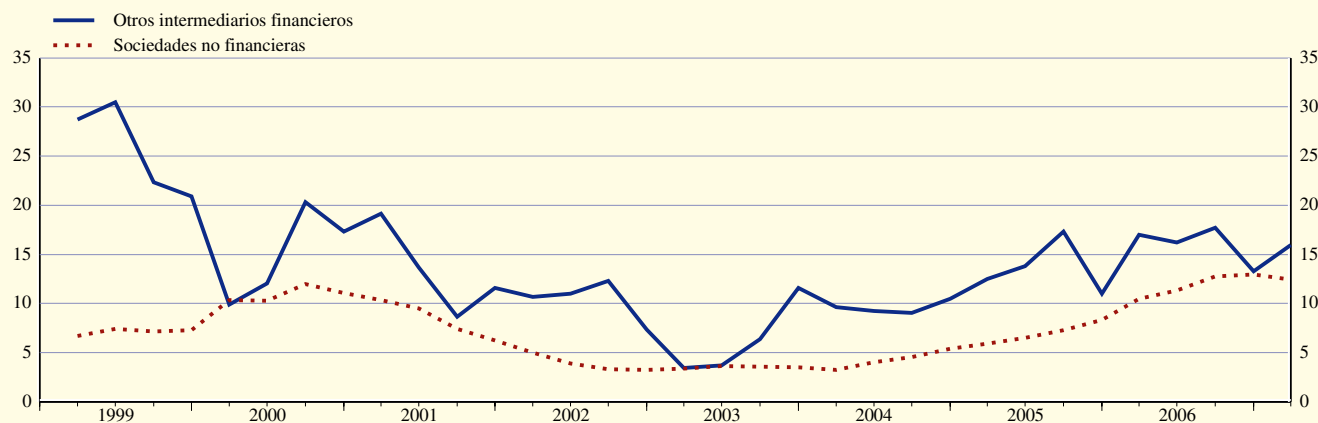
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,9	55,2	695,9	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 Ene	99,9	72,2	721,8	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
Feb	97,0	70,2	741,8	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
Mar	98,5	71,6	774,8	488,6	3.955,8	1.170,5	738,7	2.046,6
Abr	105,6	79,3	794,8	502,7	3.996,5	1.187,2	749,3	2.060,0
May ^(p)	108,9	82,3	789,3	492,3	4.044,5	1.195,1	765,1	2.084,3
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,2	13,9	81,8	57,7	442,5	96,8	123,1	222,6
2007 Ene	17,0	17,0	16,8	19,1	39,1	14,9	7,1	17,1
Feb	-2,8	-2,0	21,1	20,7	24,9	3,9	9,3	11,7
Mar	1,6	1,5	33,1	28,1	40,5	10,9	13,3	16,3
Abr	7,1	7,8	22,0	15,2	43,8	17,8	11,3	14,7
May ^(p)	3,3	2,9	-5,9	-10,9	48,4	7,7	16,4	24,4
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,2	33,3	13,3	15,6	13,0	9,4	20,8	12,4
2007 Ene	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,9	20,4	12,7
Feb	28,7	37,0	10,7	12,3	12,7	9,2	19,6	12,3
Mar	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,4	18,8	12,1
Abr	20,2	26,5	16,3	18,3	12,2	8,9	18,9	11,9
May ^(p)	25,5	33,7	14,5	14,2	12,6	9,8	19,5	11,9

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

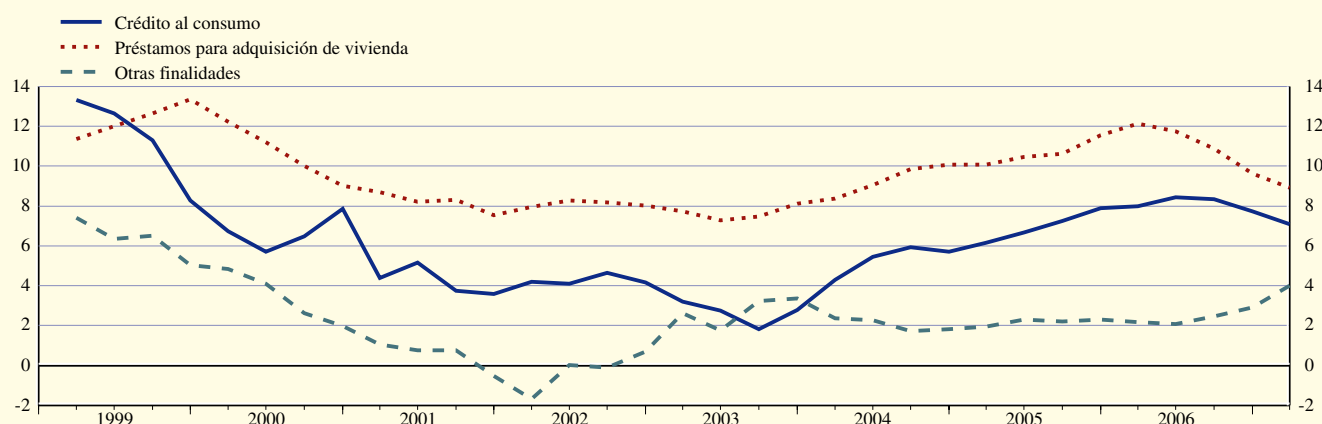
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 Ene	4.555,8	587,0	134,7	202,2	250,0	3.230,5	15,3	72,4	3.142,8	738,3	145,3	100,9	492,1
Feb	4.577,6	585,2	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9
Mar	4.610,1	590,0	133,3	202,9	253,8	3.271,3	16,1	71,8	3.183,4	748,8	147,7	102,2	498,9
Abr	4.627,3	593,5	134,6	202,7	256,2	3.286,0	15,8	71,8	3.198,5	747,7	146,5	102,5	498,7
May ^(p)	4.654,3	595,4	134,4	203,9	257,1	3.311,4	15,9	72,1	3.223,4	747,5	145,3	102,4	499,9
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,7	8,2	4,8	29,6	281,8	1,5	4,6	275,7	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 Ene	15,5	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	17,1	-0,3	0,4	17,0	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
Feb	23,0	-1,3	-2,2	-0,6	1,5	21,9	0,3	0,1	21,5	2,4	0,4	-0,1	2,1
Mar	30,7	4,5	1,0	1,5	2,0	19,2	0,6	-0,4	19,0	7,0	1,7	1,2	4,2
Abr	19,0	4,0	1,4	-0,1	2,8	15,6	-0,4	0,0	15,9	-0,6	-1,0	0,4	0,1
May ^(p)	27,8	2,2	-0,2	1,3	1,1	25,4	0,1	0,3	25,0	0,3	-1,2	0,2	1,2
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Ene	8,1	7,3	6,2	2,0	12,6	9,5	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4
Feb	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,5	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,2
Mar	7,9	7,1	6,8	1,7	11,9	8,9	13,8	6,3	9,0	4,0	1,7	3,9	4,7
Abr	7,6	6,9	7,2	1,0	12,0	8,6	12,3	6,4	8,6	3,8	1,2	4,8	4,4
May ^(p)	7,4	5,9	5,3	0,5	11,1	8,6	13,1	6,1	8,6	3,6	1,4	4,7	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) 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.

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

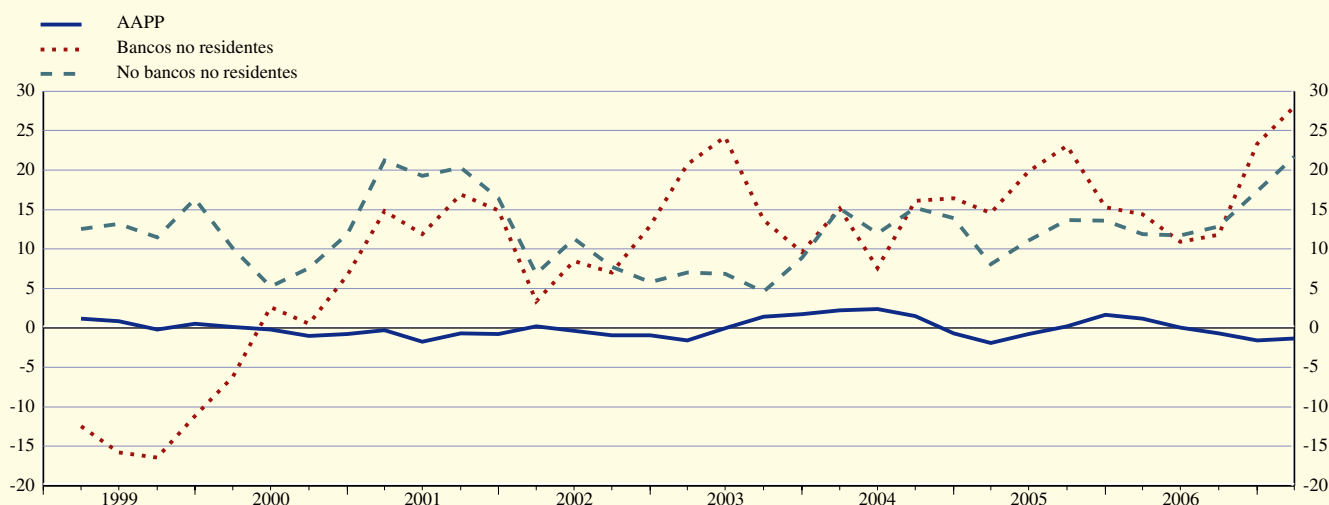
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 I	816,0	118,3	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
II	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
III	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
IV	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I ^(p)	801,4	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,0	2.260,3	908,7	63,2	845,5
Operaciones										
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 I	-10,7	-6,6	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
II	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
III	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
IV	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	218,6	166,9	51,7	-2,7	54,4
2007 I ^(p)	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	271,9	217,2	54,8	0,2	54,6
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Mar	1,2	-8,2	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
Jun	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
Sep	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,5	23,3	17,4	-4,2	19,4
2007 Mar ^(p)	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,1	28,0	21,7	0,7	23,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

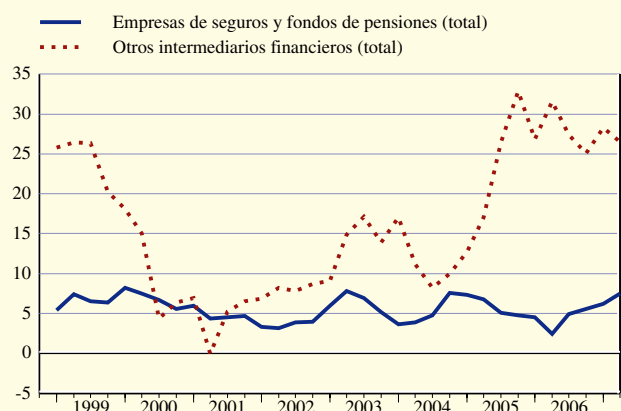
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.141,3	283,1	252,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 Ene	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
Feb	657,0	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
Mar	658,7	72,2	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.251,3	318,3	267,5	502,9	11,4	0,3	151,0
Abr	666,1	70,0	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,5	306,9	277,1	517,2	11,3	0,3	151,7
May ^(p)	659,7	65,5	60,2	509,0	0,9	1,2	23,0	1.292,4	315,2	275,9	537,8	11,5	0,3	151,7
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,8	45,1	68,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 Ene	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	33,3	23,6	-6,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
Feb	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
Mar	1,8	2,8	0,1	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,9	18,6	20,7	22,9	1,1	0,1	12,5
Abr	7,1	-2,6	5,0	3,3	-0,1	0,0	1,5	15,8	-10,7	10,4	15,2	0,0	0,0	0,8
May ^(p)	-6,5	-4,5	-3,1	2,7	-0,1	0,0	-1,4	26,7	8,1	-1,6	20,2	0,1	0,0	0,0
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,3	19,3	37,4	38,9	2,9	-	4,0
2007 Ene	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
Feb	6,9	1,2	23,4	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
Mar	7,5	10,2	15,9	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,3	37,5	34,6	4,1	-	12,4
Abr	6,0	2,7	25,6	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	22,0	9,6	25,6	34,5	8,5	-	7,2
May ^(p)	6,1	-1,6	31,1	5,8	-20,0	-14,6	-10,2	24,6	13,1	33,8	36,1	-2,0	-	4,3

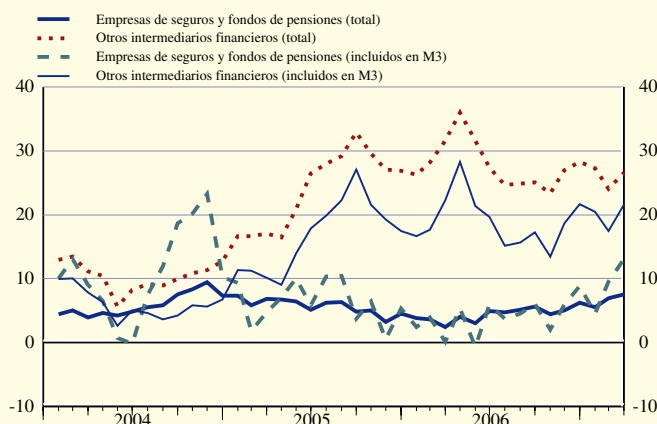
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

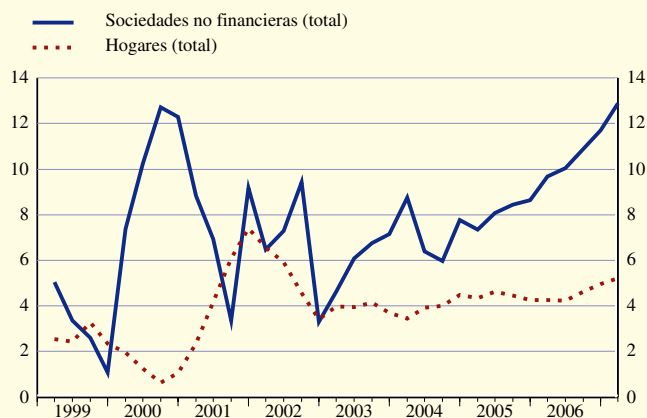
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 Ene	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
Feb	1.304,4	808,6	360,4	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
Mar	1.348,1	832,9	378,8	68,6	39,4	1,3	27,0	4.589,7	1.727,8	744,9	593,1	1.342,1	105,4	76,4
Abr	1.348,1	833,4	382,4	68,6	37,9	1,3	24,5	4.616,7	1.746,6	765,1	587,0	1.336,4	105,7	76,0
May ^(p)	1.369,8	844,1	391,7	68,1	37,7	1,3	26,9	4.631,9	1.749,7	782,9	581,4	1.333,7	105,5	78,8
Operaciones														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 Ene	-45,0	-46,3	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,7	-5,4	1,0	1,8	2,9
Feb	3,1	1,8	1,8	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
Mar	44,3	24,6	18,7	-0,5	1,4	-0,7	0,7	27,9	10,5	23,5	-4,1	-4,9	1,6	1,4
Abr	1,6	1,2	4,4	0,0	-1,5	0,0	-2,6	27,9	19,0	20,8	-6,1	-5,7	0,3	-0,4
May ^(p)	21,1	10,4	9,0	-0,5	-0,2	0,0	2,4	14,9	3,0	17,6	-5,6	-2,8	-0,2	2,8
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Ene	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
Feb	10,9	9,9	19,9	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
Mar	12,9	11,9	22,4	-2,6	-16,2	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Abr	11,7	11,1	20,9	-3,6	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4
May ^(p)	11,6	9,4	25,4	-4,7	-17,8	-36,3	10,7	5,3	2,5	38,9	-6,0	-2,2	20,2	39,1

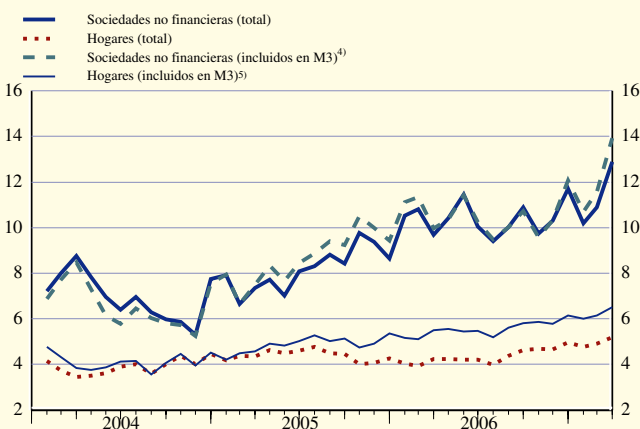
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

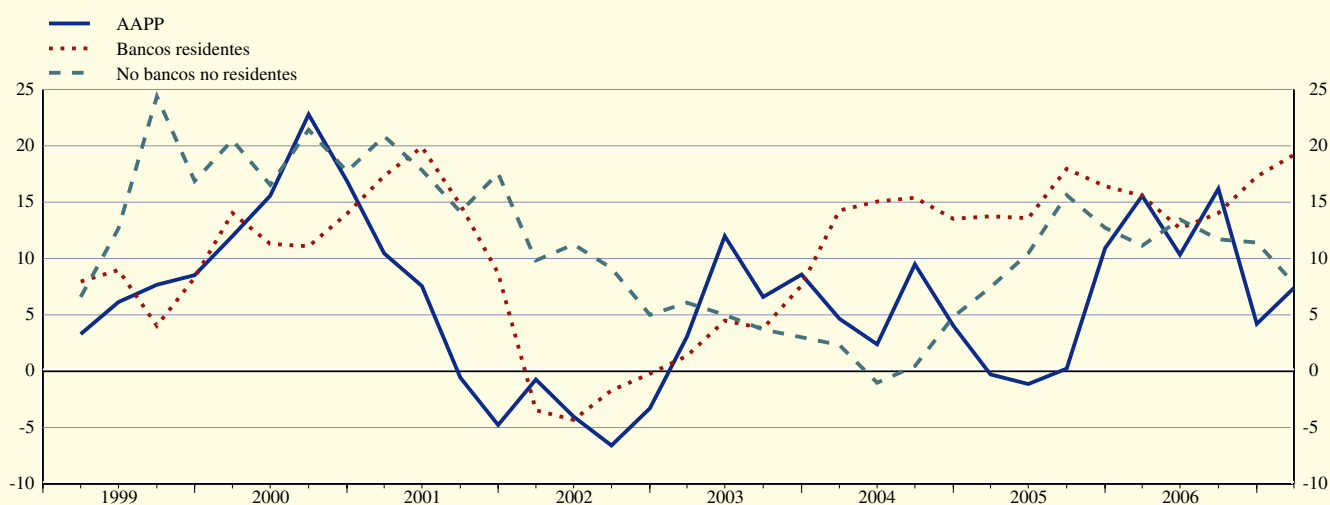
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 I	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
II	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
III	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
IV	328,0	123,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I ^(p)	337,9	138,8	42,1	88,9	68,2	3.661,8	2.781,3	880,4	133,6	746,9
Operaciones										
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 I	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
II	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
III	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
IV	-7,7	-25,0	3,8	6,1	7,4	98,5	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 I ^(p)	8,8	14,9	-3,4	-3,3	0,5	254,4	240,3	13,1	4,8	8,3
Tasas de crecimiento										
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Mar	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
Jun	10,3	2,7	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
Sep	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
Dic	4,2	-17,2	18,4	10,8	51,4	15,7	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 Mar ^(p)	7,4	-6,5	10,3	12,3	39,2	16,3	19,2	7,8	4,1	8,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

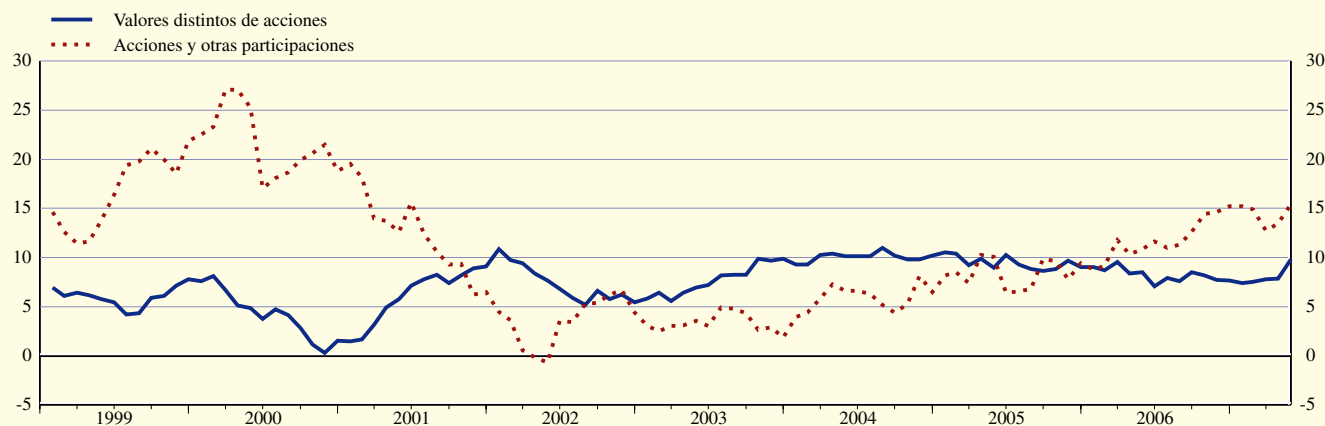
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 Ene	4.756,1	1.586,4	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
Feb	4.791,0	1.596,5	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
Mar	4.842,4	1.616,4	76,5	1.265,9	15,6	652,5	34,1	1.181,4	1.569,7	401,0	837,0	331,6
Abr	4.862,3	1.628,7	76,6	1.243,4	15,5	671,7	34,3	1.192,1	1.647,7	412,1	896,3	339,3
May ^(p)	4.983,5	1.640,8	79,4	1.275,9	15,8	698,7	34,9	1.238,0	1.697,2	439,5	907,2	350,6
	Operaciones											
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 Ene	82,0	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,0	34,0	7,2	12,9	13,9
Feb	45,0	10,0	4,7	-3,5	0,0	11,2	2,3	20,2	12,7	9,9	-10,7	13,5
Mar	61,3	20,5	-1,4	-10,3	-0,2	28,0	1,9	22,9	23,5	4,8	9,9	8,8
Abr	33,0	13,0	1,3	-21,7	0,2	18,6	0,9	20,7	74,5	9,2	58,6	6,6
May ^(p)	110,4	14,8	1,4	31,8	0,3	25,5	0,1	36,6	41,6	26,7	5,6	9,3
	Tasas de crecimiento											
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Ene	7,4	8,2	24,9	-9,3	-2,5	17,9	31,4	23,9	15,2	17,2	13,2	18,3
Feb	7,5	7,6	26,1	-9,0	-4,8	17,5	41,6	24,4	14,9	22,2	9,2	22,0
Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,4	21,4	40,2	25,0	12,7	21,4	5,4	23,7
Abr	7,8	8,4	15,8	-11,6	-4,1	22,5	36,2	25,8	13,5	21,1	5,8	28,2
May ^(p)	9,8	7,6	21,3	-8,1	-2,5	25,1	39,2	28,5	15,4	22,9	7,1	31,9

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM 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.

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

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 Ene	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Feb	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Mar	-0,8	0,1	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
Abr	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
May ^(p)	-1,4	-0,2	-0,8	-0,4	-0,7	0,0	-0,7

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 Ene	-0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	3,0	0,4	2,4	0,1
Feb	1,6	0,3	-0,1	0,8	0,0	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	1,5	-0,1
Mar	-3,7	-0,4	0,0	-1,1	0,0	-1,1	0,0	-1,0	4,3	0,3	3,4	0,6
Abr	0,2	0,2	-0,1	-0,9	-0,1	0,6	0,0	0,4	4,6	1,9	1,7	1,0
May ^(p)	-1,5	-0,7	0,1	-1,6	0,0	0,1	0,0	0,6	7,9	0,6	5,3	2,0

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 IFM^{1) 2)}

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total							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	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I ^(p)	5.406,2	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.185,7	96,3	3,7	2,3	0,3	0,2	0,6
	De no residentes en la zona del euro													
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 I	2.410,4	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
II	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
III	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
IV	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I ^(p)	2.781,3	46,3	53,7	34,7	2,2	2,5	11,3	880,4	51,6	48,4	31,3	1,6	2,2	9,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 I	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
II	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
III	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
IV	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I ^(p)	4.671,8	80,7	19,3	9,8	1,6	1,9	3,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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	4.656,2	-	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5
II	4.730,2	-	-	-	-	-	-	9.591,3	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5
III	4.790,9	-	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6
IV	4.933,4	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 I ^(p)	5.092,1	-	-	-	-	-	-	10.240,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
	A no residentes en la zona del euro													
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 I	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
II	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
III	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
IV	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I ^(p)	2.260,3	51,6	48,4	28,1	1,9	2,5	10,7	908,7	41,4	58,6	41,3	0,9	4,0	8,5

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				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	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
III	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
IV	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I ^(p)	1.692,9	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,1	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 I	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
II	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
III	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
IV	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I ^(p)	549,8	52,1	47,9	29,4	0,6	0,5	14,3	631,6	38,6	61,4	37,3	4,9	0,7	13,5

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 III	4.631,2	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,1
IV	4.789,2	291,4	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,4
2006 I	5.197,1	315,9	1.905,2	139,8	1.765,3	1.896,3	569,2	177,3	333,3
II	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
III	5.356,3	317,2	1.984,7	178,4	1.806,3	1.872,5	631,2	181,5	369,2
IV ^(p)	5.545,3	320,4	2.005,0	170,5	1.834,5	2.019,2	670,5	186,0	344,1

2. Pasivo

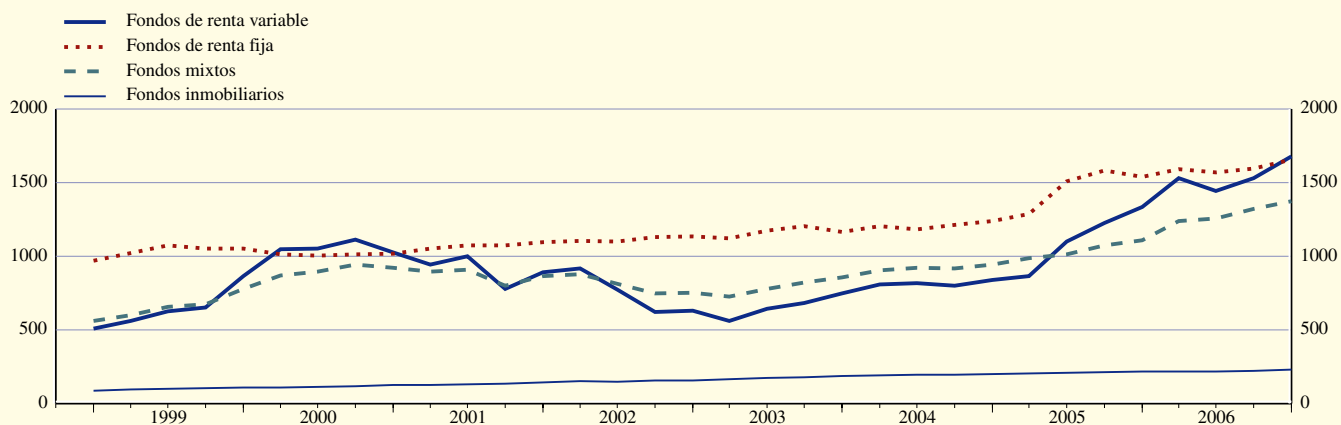
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2005 III	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
IV	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 I	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
II	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
III	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
IV ^(p)	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005 III	4.631,2	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,2	3.507,5	1.123,8
IV	4.789,2	1.335,8	1.538,0	1.109,2	216,2	590,0	3.659,1	1.130,1
2006 I	5.197,1	1.530,3	1.592,6	1.238,8	214,0	621,5	3.996,6	1.200,5
II	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
III	5.356,3	1.531,5	1.594,1	1.320,7	221,2	688,9	4.082,9	1.273,5
IV ^(p)	5.545,3	1.678,5	1.657,1	1.374,3	229,8	605,6	4.246,7	1.298,6

CI4 Activos totales de los fondos de inversión²⁾

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2005 III	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
IV	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 I	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
II	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
III	1.531,5	53,6	76,0	33,2	42,8	1.282,8	66,8	-	52,3
IV ^(p)	1.678,5	55,9	65,9	22,8	43,2	1.427,6	74,2	-	54,8
Fondos de renta fija									
2005 III	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
IV	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 I	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,1	105,5	1.288,5	86,8	1.201,7	41,6	48,2	-	110,3
IV ^(p)	1.657,1	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,9	-	110,0
Fondos mixtos									
2005 III	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
IV	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 I	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
II	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
III	1.320,7	68,4	510,4	45,2	465,2	331,9	272,3	0,3	137,4
IV ^(p)	1.374,3	70,9	519,0	43,4	475,6	363,5	292,8	0,4	127,8
Fondos inmobiliarios									
2005 III	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
IV	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,3	180,3	10,4
IV ^(p)	229,8	17,6	6,0	1,6	4,4	2,2	6,9	185,2	12,0

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2005 III	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
IV	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 I	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
II	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
III	4.082,9	260,4	1.373,8	1.529,4	470,8	151,2	297,3
IV ^(p)	4.246,7	265,2	1.401,8	1.647,8	498,2	153,3	280,4
Fondos de inversores especiales							
2005 III	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
IV	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV ^(p)	1.298,6	55,2	603,3	371,4	172,3	32,7	63,7

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

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

Fuente: BCE.

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

Fuente: BCE y Eurostat

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

3.3 Hogares

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.



MERCADOS FINANCIEROS

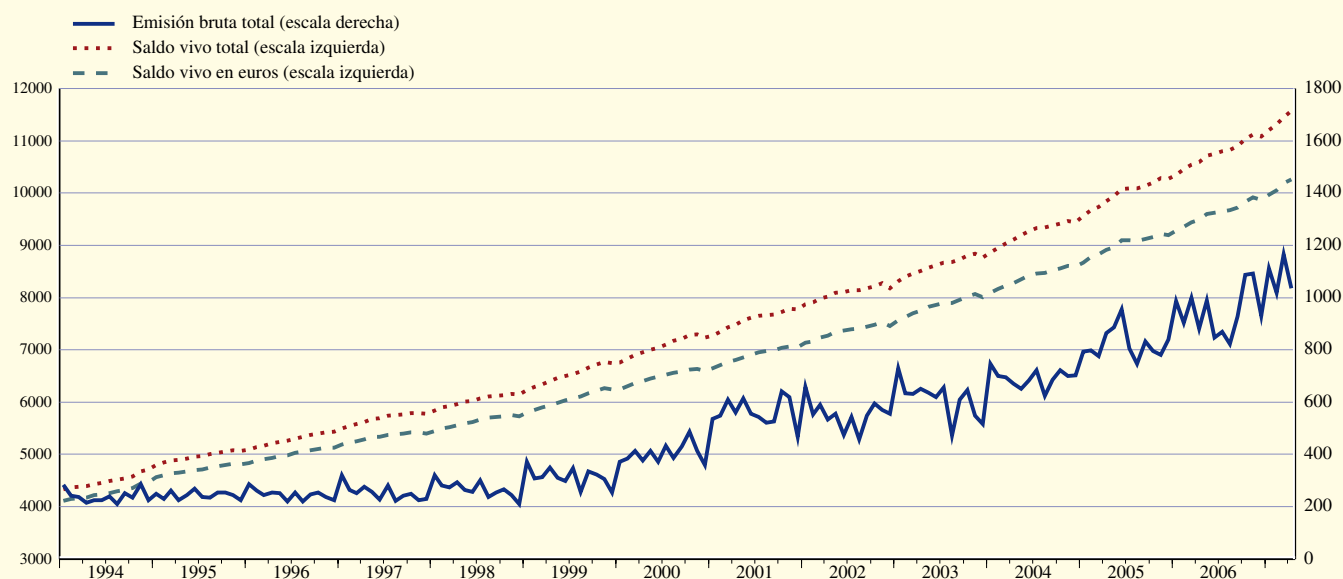
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12
	Total											
2006 Abr	11.164,7	873,9	16,3	9.485,2	820,8	45,4	10.596,9	881,1	63,8	7,1	51,9	7,8
May	11.291,6	1.007,8	127,1	9.597,4	936,9	112,3	10.717,9	989,4	126,3	7,7	89,1	8,1
Jun	11.354,3	896,0	64,6	9.619,1	793,4	23,5	10.751,2	846,7	32,5	6,6	24,9	7,1
Jul	11.372,0	883,7	17,1	9.652,9	820,0	33,3	10.799,2	868,0	43,4	7,0	52,4	6,8
Ago	11.404,3	837,9	31,8	9.674,4	779,9	21,0	10.829,0	822,8	24,6	7,3	74,7	7,1
Sep	11.524,9	1.004,1	120,2	9.724,9	882,0	50,1	10.897,8	927,9	56,9	7,3	57,1	6,8
Oct	11.620,4	1.106,2	93,3	9.828,4	1.023,0	101,6	11.033,1	1.086,0	122,2	7,9	123,0	8,1
Nov	11.759,0	1.134,6	137,7	9.919,8	1.036,7	90,8	11.124,5	1.092,7	107,4	8,2	100,1	8,3
Dic	11.735,1	976,6	-24,6	9.865,3	884,8	-55,5	11.079,9	929,6	-59,7	7,9	39,8	8,5
2007 Ene	11.833,0	1.144,1	98,0	9.962,8	1.052,0	97,6	11.207,4	1.111,5	116,1	7,9	76,6	8,9
Feb	11.938,9	1.041,9	105,9	10.052,8	953,2	90,2	11.317,2	1.019,2	117,0	8,1	88,3	9,1
Mar	12.168,5	1.254,6	228,5	10.184,7	1.112,5	130,6	11.454,7	1.165,1	136,7	8,4	108,8	10,1
Abr	.	.	.	10.261,1	981,4	75,6	11.566,8	1.036,2	92,6	8,6	78,0	9,1
	A largo plazo											
2006 Abr	10.167,0	175,0	31,5	8.584,9	141,8	25,0	9.551,9	170,3	44,2	7,4	45,6	8,0
May	10.267,8	206,0	101,1	8.670,9	167,5	86,2	9.645,2	187,4	96,0	7,7	63,9	7,7
Jun	10.327,3	200,2	60,3	8.734,8	168,2	64,5	9.729,9	193,5	80,9	6,7	52,9	7,2
Jul	10.365,7	192,9	38,5	8.759,0	158,6	24,4	9.769,5	177,5	35,8	7,1	47,7	6,9
Ago	10.382,0	90,5	16,5	8.770,3	71,6	11,4	9.787,7	88,2	21,1	7,5	66,0	7,2
Sep	10.475,7	218,5	94,1	8.825,2	156,7	55,3	9.857,2	175,7	62,9	7,5	53,5	7,0
Oct	10.576,9	224,8	98,8	8.895,6	173,9	68,4	9.949,8	206,5	86,1	8,1	102,0	8,2
Nov	10.712,0	226,0	134,2	8.990,2	167,2	94,0	10.043,4	193,5	108,6	8,3	101,6	9,0
Dic	10.733,4	171,0	18,7	9.009,3	132,5	16,1	10.070,2	152,6	13,2	8,1	56,3	9,0
2007 Ene	10.808,9	229,8	75,4	9.060,0	176,4	50,6	10.142,0	200,2	61,6	8,1	64,8	9,3
Feb	10.904,0	234,6	95,3	9.136,4	184,5	76,6	10.232,3	218,1	98,1	8,3	74,8	9,5
Mar	11.039,7	274,5	135,7	9.227,8	206,4	91,2	10.326,7	227,3	96,3	8,5	75,5	9,9
Abr	.	.	.	9.280,8	156,8	52,2	10.386,0	178,4	65,8	8,6	66,8	9,0

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

(mm de euros)



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

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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2005	10.269	4.122	926	612	4.326	283	9.874	6.988	325	1.032	1.434	95
2006	11.080	4.566	1.158	645	4.407	305	11.333	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 II	10.751	4.349	1.029	638	4.436	299	2.717	1.977	107	261	351	22
III	10.898	4.448	1.064	637	4.451	298	2.619	1.928	78	265	329	18
IV	11.080	4.566	1.158	645	4.407	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 I	11.455	4.762	1.239	657	4.489	309	3.296	2.447	126	284	415	23
2007 Ene	11.207	4.645	1.165	645	4.446	306	1.112	851	24	76	153	7
Feb	11.317	4.710	1.197	649	4.456	306	1.019	772	45	75	118	8
Mar	11.455	4.762	1.239	657	4.489	309	1.165	823	57	133	144	8
Abr	11.567	4.811	1.254	667	4.526	310	1.036	748	30	133	118	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	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 II	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
III	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.650	2.132	16	271	222	8
2007 Ene	1.065	607	12	96	346	4	911	753	6	73	77	3
Feb	1.085	612	11	100	357	4	801	655	5	71	68	3
Mar	1.128	621	12	106	385	4	938	724	5	128	78	3
Abr	1.181	638	11	113	414	5	858	659	3	124	68	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.324	3.639	919	522	3.965	278	2.078	942	280	89	705	61
2006	10.070	3.996	1.145	551	4.078	301	2.158	1.002	354	95	653	54
2006 II	9.730	3.818	1.019	537	4.062	294	551	237	91	34	175	14
III	9.857	3.887	1.052	540	4.084	294	441	196	62	16	158	9
IV	10.070	3.996	1.145	551	4.078	301	553	279	130	31	97	16
2007 I	10.327	4.141	1.227	551	4.104	304	646	315	110	13	192	14
2007 Ene	10.142	4.038	1.153	549	4.100	302	200	99	18	4	76	4
Feb	10.232	4.099	1.185	548	4.099	301	218	117	40	5	51	5
Mar	10.327	4.141	1.227	551	4.104	304	227	99	52	5	66	5
Abr	10.386	4.173	1.243	553	4.112	305	178	89	27	9	50	3
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.724	2.020	459	413	3.615	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 II	6.921	2.084	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
III	6.974	2.112	508	415	3.707	233	275	94	22	11	140	8
IV	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 I	7.164	2.212	561	421	3.727	243	404	174	39	9	169	13
2007 Ene	7.097	2.162	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
Feb	7.131	2.189	554	419	3.729	239	135	62	21	4	43	4
Mar	7.164	2.212	561	421	3.727	243	131	53	11	3	58	5
Abr	7.190	2.222	567	420	3.737	244	102	43	12	5	39	3
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	456	93	305	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.604	1.507	603	117	313	64	715	405	214	31	51	15
2006 II	2.433	1.431	514	107	320	62	177	96	50	12	15	4
III	2.491	1.450	538	109	333	60	134	77	40	4	13	2
IV	2.604	1.507	603	117	313	64	231	124	86	11	5	6
2007 I	2.715	1.560	658	117	320	61	200	113	69	4	13	1
2007 Ene	2.616	1.520	607	116	311	63	46	32	9	1	3	0
Feb	2.663	1.547	623	116	315	62	70	45	19	1	4	1
Mar	2.715	1.560	658	117	320	61	83	36	41	1	5	1
Abr	2.751	1.574	667	120	329	61	64	37	15	4	9	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

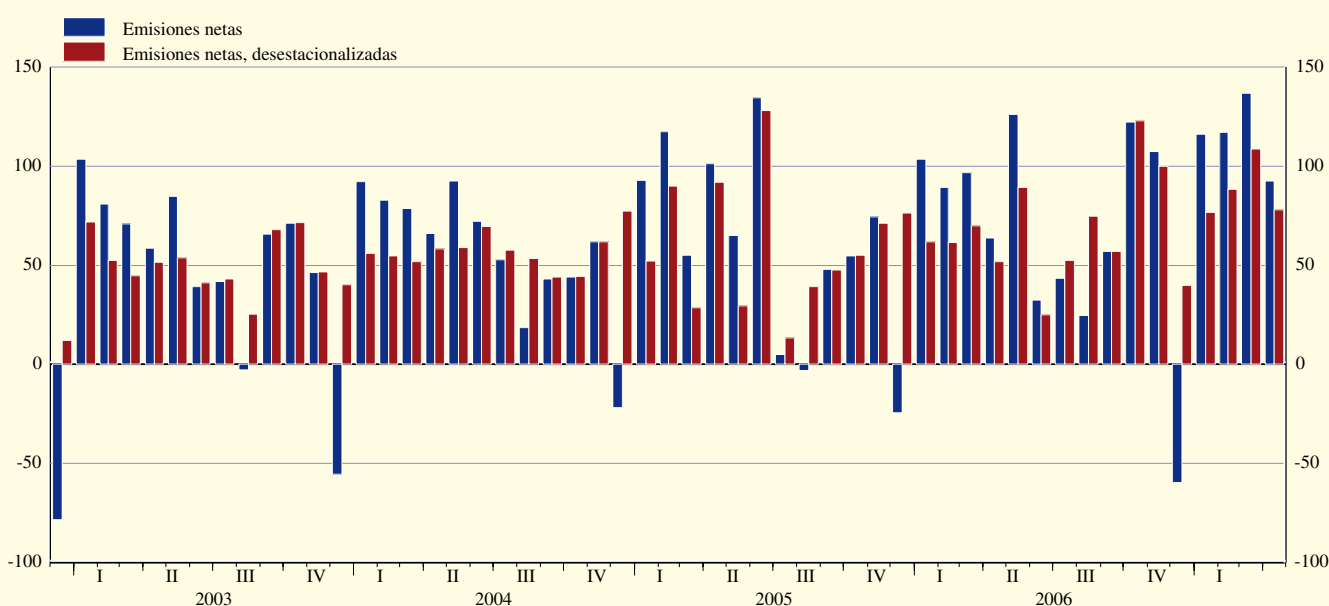
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	720,9	319,9	176,0	21,8	170,7	32,4	722,7	323,4	171,8	22,0	173,0	32,6
2006	806,7	419,3	238,0	36,9	90,2	22,3	805,9	423,6	233,5	37,3	89,2	22,4
2006 II	222,5	83,4	61,3	20,0	48,6	9,1	165,9	87,8	48,9	13,3	7,3	8,6
III	124,9	78,7	34,7	-2,4	14,4	-0,5	184,1	95,2	51,3	1,7	33,7	2,3
IV	170,0	98,4	96,3	10,0	-41,4	6,7	262,9	133,7	67,6	16,2	40,0	5,4
2007 I	369,9	187,8	82,6	12,9	82,6	3,9	273,7	129,7	108,1	9,4	23,7	2,8
2007 Ene	116,1	70,3	6,4	-0,1	38,3	1,2	76,6	52,8	25,0	-3,0	1,2	0,5
Feb	117,0	69,0	32,9	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,5	34,6	3,8	1,8	-1,3
Mar	136,7	48,4	43,3	8,8	33,3	2,9	108,8	27,3	48,5	8,6	20,8	3,6
Abr	92,6	50,0	17,5	10,7	13,1	1,3	78,0	40,0	18,3	7,8	10,0	1,9
A largo plazo												
2005	713,2	296,5	176,4	22,1	185,5	32,6	714,9	298,4	172,3	22,1	189,3	32,8
2006	757,1	346,5	232,6	33,4	121,3	23,3	756,4	348,7	228,1	33,3	123,0	23,3
2006 II	221,1	87,1	58,3	16,9	49,7	9,1	162,4	84,9	45,7	10,2	12,9	8,7
III	119,7	62,4	33,3	2,6	21,5	-0,1	167,2	67,2	49,9	4,8	42,7	2,6
IV	207,9	96,3	95,6	12,2	-3,3	7,2	260,0	126,5	66,9	11,3	49,2	6,0
2007 I	256,0	142,2	82,9	0,9	26,7	3,3	215,1	108,3	108,3	6,5	-10,1	2,1
2007 Ene	61,6	35,1	6,9	-2,1	21,0	0,7	64,8	38,4	25,4	1,2	-0,2	0,0
Feb	98,1	64,8	33,4	0,1	0,1	-0,4	74,8	46,7	35,4	1,6	-7,6	-1,3
Mar	96,3	42,2	42,6	2,9	5,6	3,0	75,5	23,2	47,6	3,6	-2,3	3,4
Abr	65,8	34,5	18,4	3,5	8,5	0,9	66,8	34,2	20,0	3,8	7,3	1,5

CI6 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

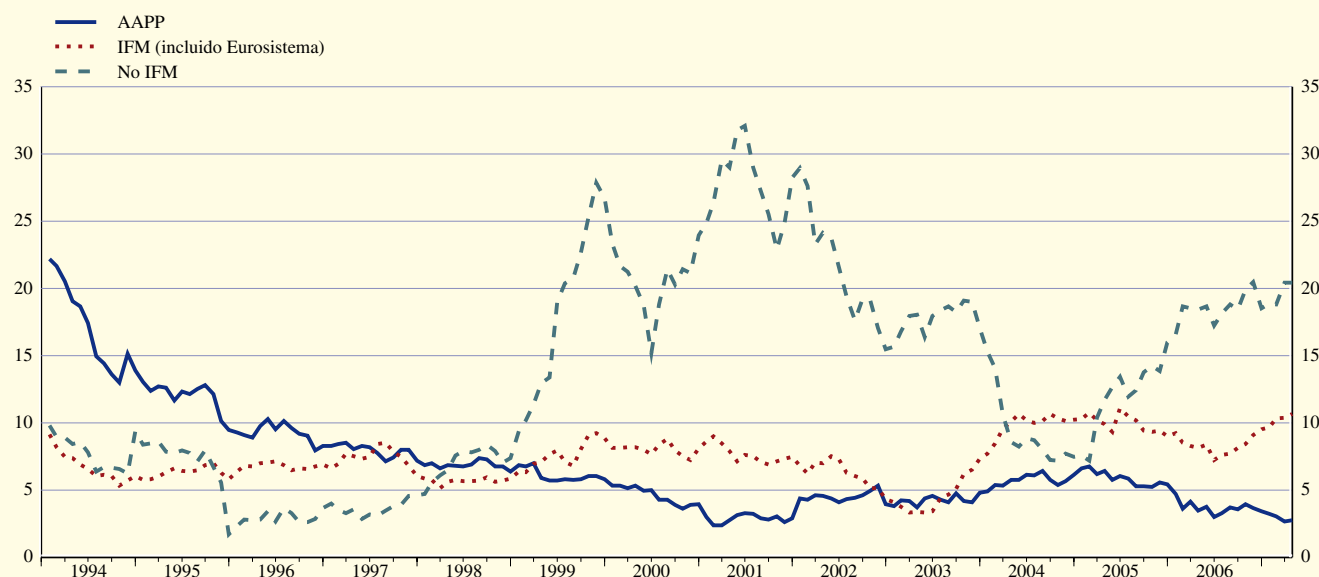


Fuente: BCE.

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	
	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												
2006 Abr	7,1	8,9	26,8	2,6	2,5	10,3	7,8	9,2	30,5	3,3	2,7	11,5
May	7,7	10,0	26,1	3,7	2,6	12,2	8,1	10,5	30,6	6,2	1,8	10,6
Jun	6,6	8,1	24,0	4,7	1,8	12,4	7,1	9,6	26,9	6,4	0,7	10,6
Jul	7,0	8,3	25,7	4,8	2,2	11,8	6,8	8,8	25,4	5,4	1,2	10,7
Ago	7,3	8,4	27,3	3,5	2,5	12,2	7,1	8,8	24,1	2,8	2,3	10,2
Sep	7,3	9,0	26,5	4,4	2,2	10,4	6,8	8,8	21,7	4,9	1,9	7,7
Oct	7,9	9,6	29,1	4,1	2,6	9,5	8,1	10,1	27,9	4,9	2,5	7,6
Nov	8,2	10,0	29,6	5,3	2,5	8,8	8,3	9,5	28,5	4,4	3,3	7,0
Dic	7,9	10,2	25,8	6,0	2,1	7,9	8,5	10,8	24,6	5,7	3,4	5,3
2007 Ene	7,9	10,5	26,3	5,4	1,9	7,4	8,9	12,3	27,0	5,3	2,5	4,1
Feb	8,1	10,7	26,3	5,5	2,1	5,8	9,1	12,8	28,4	8,3	1,9	1,3
Mar	8,4	10,5	28,4	6,5	2,4	6,7	10,1	12,1	35,5	8,2	2,9	5,5
Abr	8,6	10,6	28,2	7,0	2,6	7,3	9,1	11,1	28,6	9,1	2,6	6,9
A largo plazo												
2006 Abr	7,4	8,1	27,0	5,3	3,0	10,6	8,0	7,8	30,5	5,9	3,7	12,0
May	7,7	8,4	26,2	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	30,3	8,1	2,7	11,1
Jun	6,7	7,2	23,8	6,5	2,3	12,8	7,2	8,7	26,2	6,7	1,6	10,8
Jul	7,1	7,6	25,6	6,1	2,7	12,0	6,9	7,9	24,8	5,3	2,1	10,8
Ago	7,5	7,7	27,0	5,6	3,1	12,5	7,2	7,8	23,4	4,1	3,3	10,1
Sep	7,5	8,1	26,2	5,8	3,1	10,9	7,0	8,3	20,8	5,8	2,8	8,1
Oct	8,1	8,4	28,8	5,3	3,6	10,0	8,2	9,1	27,3	4,8	3,5	8,2
Nov	8,3	9,1	29,3	5,8	3,3	9,4	9,0	10,5	28,1	3,4	3,9	7,7
Dic	8,1	9,5	25,4	6,4	3,1	8,4	9,0	10,4	24,5	6,1	4,6	6,0
2007 Ene	8,1	9,6	25,9	6,3	2,9	7,6	9,3	11,5	26,9	7,4	3,7	4,5
Feb	8,3	10,3	26,0	5,7	2,8	5,9	9,5	12,9	28,7	7,4	2,4	1,8
Mar	8,5	10,4	28,1	6,2	2,4	6,9	9,9	12,4	35,9	6,7	1,9	5,6
Abr	8,6	10,7	28,2	6,0	2,4	7,4	9,0	12,2	29,2	7,1	1,3	6,7

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.

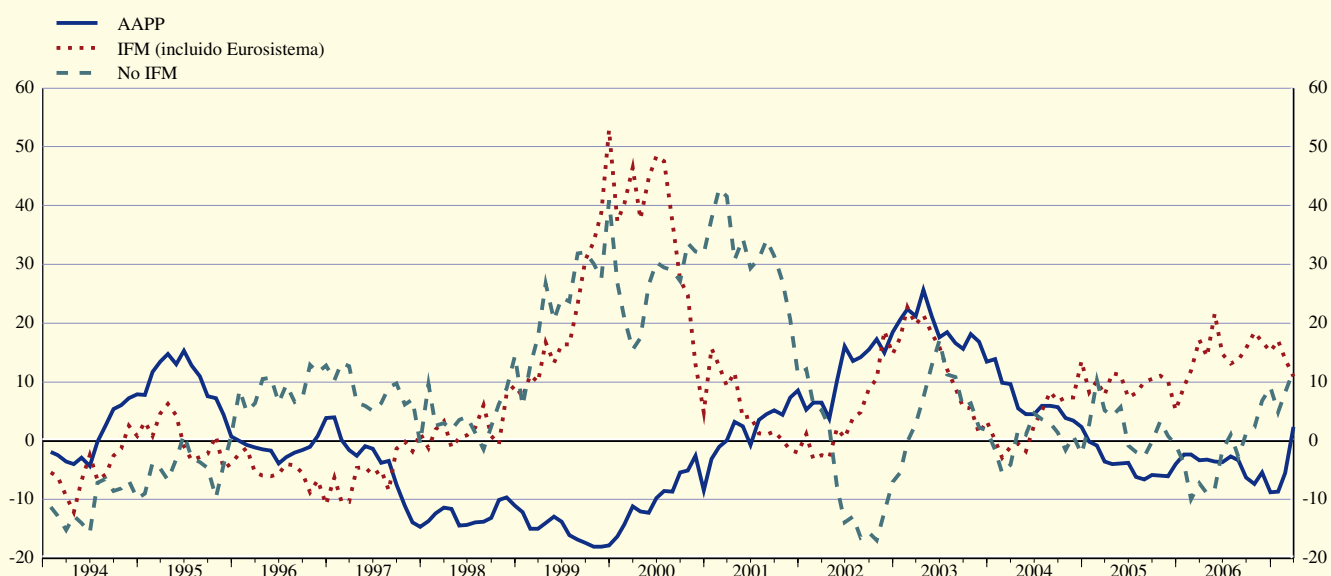
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(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	19	20	21	22	23	24	25	26
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,2	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	1,2	3,1	13,4	16,4	11,8	41,4	27,5	5,2	4,4
2006 II	4,2	4,5	11,7	1,1	3,0	13,5	16,7	11,9	44,6	28,3	3,6	5,5
2006 III	4,4	4,6	14,9	1,1	2,8	13,8	14,9	10,0	38,3	30,4	4,1	6,4
2006 IV	5,1	5,4	19,5	1,9	3,1	11,1	15,5	11,0	36,5	27,0	5,5	4,7
2007 I	5,3	6,3	19,5	3,9	2,9	7,9	15,0	12,1	32,6	21,6	1,4	4,0
2006 Nov	5,2	5,6	20,9	2,6	3,0	10,2	16,1	11,3	37,6	24,6	6,5	6,5
2006 Dic	5,2	6,0	18,2	3,1	3,1	9,3	15,0	11,7	32,2	25,4	2,7	5,3
2007 Ene	5,2	5,7	19,0	4,2	3,1	8,4	14,8	12,2	32,6	21,3	0,2	4,8
2007 Feb	5,5	6,7	20,8	3,7	3,0	6,6	14,7	12,3	30,9	20,8	1,0	3,5
2007 Mar	5,2	7,1	19,2	4,4	2,2	8,2	16,1	12,0	36,5	20,3	3,6	2,2
2007 Abr	5,3	7,6	18,7	4,0	2,2	9,0	16,6	12,2	37,3	19,7	5,6	1,7
En euros												
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,2	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,3	0,4	3,2	13,6	15,3	10,1	37,9	30,5	5,4	3,6
2006 II	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,3	10,1	40,5	31,6	3,6	4,4
2006 III	3,7	3,1	11,2	-0,1	2,9	13,7	13,3	8,0	33,8	34,3	4,1	5,0
2006 IV	4,3	4,1	14,8	0,2	3,3	11,1	14,6	9,5	33,7	29,9	5,6	3,7
2007 I	4,7	5,5	15,3	1,8	3,2	7,9	13,8	10,8	29,1	22,9	1,5	3,5
2006 Nov	4,4	4,4	15,8	0,7	3,2	10,3	15,3	10,0	34,9	27,2	6,6	5,6
2006 Dic	4,6	5,0	14,6	1,2	3,4	9,4	13,7	10,2	28,7	27,3	2,8	4,3
2007 Ene	4,7	5,0	15,0	2,2	3,5	8,3	13,4	10,6	29,1	22,5	0,2	4,2
2007 Feb	4,8	5,8	15,8	1,6	3,3	6,6	13,6	11,2	27,5	21,9	1,1	3,2
2007 Mar	4,5	6,3	15,5	1,7	2,5	8,1	15,1	11,2	32,7	21,3	3,8	1,8
2007 Abr	4,7	7,1	15,6	1,7	2,5	8,9	15,9	11,4	34,8	20,8	5,8	1,3

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)

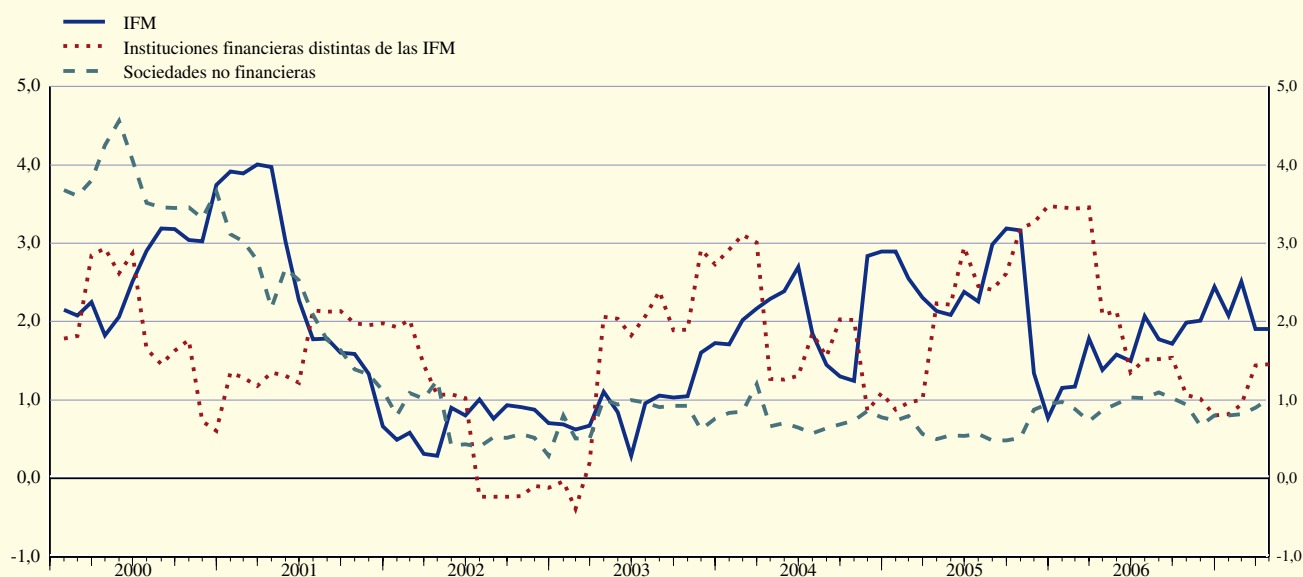
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(salos vivos a fin de periodo)

	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 Abr	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
May	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
Jun	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
Jul	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
Ago	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
Sep	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
Oct	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
Feb	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
Mar	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
Abr	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
May	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
Jun	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
Jul	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
Ago	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
Sep	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
Oct	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
Nov	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,5	0,7
Dic	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007 Ene	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
Feb	6.223,4	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.508,8	0,8
Mar	6.424,9	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.678,8	0,9
Abr	6.654,2	105,3	1,2	1.156,5	1,9	672,3	1,5	4.825,4	1,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

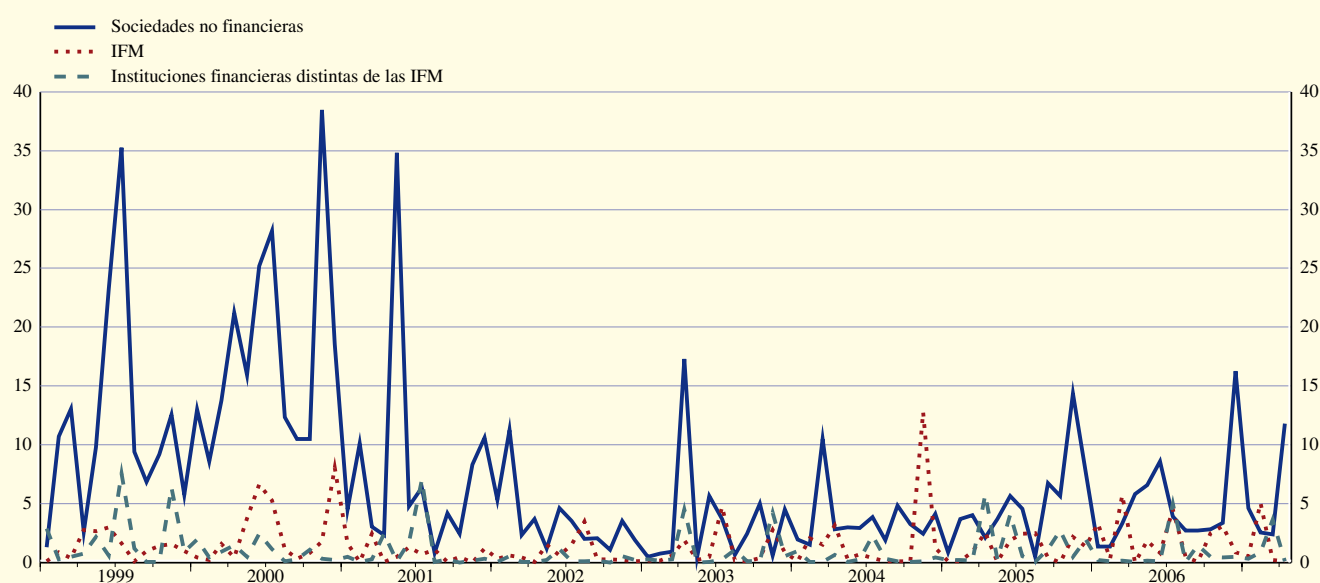
1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾ (mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	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 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
Dec.	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	1,1
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
Dec.	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007 Ene	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,2	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,0
Abr	12,0	0,4	11,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	11,8	0,2	11,6

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 May	0.79	2.45	2.86	2.48	2.00	2.48	1.18	2.58	3.18	3.38	2.48
Jun	0.81	2.57	2.88	2.57	2.04	2.53	1.22	2.70	3.22	3.27	2.65
Jul	0.81	2.70	3.04	2.80	2.08	2.58	1.24	2.78	3.31	3.99	2.76
Ago	0.85	2.79	2.97	2.82	2.23	2.63	1.32	2.92	3.25	3.78	2.86
Sep	0.86	2.87	3.15	2.66	2.26	2.68	1.36	2.99	3.45	3.82	2.96
Oct	0.90	3.04	3.30	2.87	2.30	2.75	1.45	3.19	3.58	4.24	3.14
Nov	0.91	3.10	3.34	2.80	2.30	2.81	1.49	3.26	3.47	3.66	3.23
Dic	0.92	3.27	3.31	2.79	2.38	2.87	1.51	3.47	4.99	3.88	3.41
2007 Ene	0.98	3.33	3.48	2.92	2.35	2.98	1.61	3.49	3.91	4.07	3.46
Feb	1.00	3.37	3.64	2.72	2.35	3.07	1.64	3.48	3.80	4.15	3.47
Mar	1.02	3.51	3.65	2.69	2.39	3.14	1.71	3.67	3.84	3.72	3.64
Abr	1.04	3.59	3.69	2.80	2.42	3.20	1.75	3.74	4.02	3.87	3.70

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 May	9,78	7,14	6,23	7,89	7,74	3,90	4,16	4,40	4,20	4,34	4,43	5,07	4,76
Jun	9,84	7,01	6,31	7,82	7,67	4,00	4,20	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
Jul	9,86	7,23	6,33	8,02	7,84	4,11	4,24	4,52	4,35	4,51	4,56	5,24	4,74
Ago	9,95	7,73	6,39	8,15	8,08	4,21	4,37	4,60	4,40	4,59	4,65	5,27	4,94
Sep	10,06	7,72	6,26	8,09	7,95	4,30	4,37	4,61	4,45	4,66	4,76	5,30	4,98
Oct	10,04	7,50	6,02	8,17	7,78	4,42	4,45	4,58	4,47	4,73	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	5,26	4,91
Dic	10,03	7,56	6,08	7,97	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,33	7,69	6,86	8,27	8,30	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,23	7,51	6,71	8,34	8,15	4,78	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,30	7,76	6,72	8,23	8,18	4,83	4,71	4,73	4,64	5,00	5,28	5,57	5,14

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 May	5,36	4,38	4,84	4,26	3,59	4,13	4,32
Jun	5,45	4,47	4,84	4,33	3,76	4,12	4,23
Jul	5,52	4,57	4,99	4,38	3,85	4,21	4,37
Ago	5,56	4,70	5,09	4,60	3,98	4,33	4,49
Sep	5,69	4,75	5,02	4,54	4,04	4,41	4,47
Oct	5,76	4,91	5,17	4,57	4,24	4,38	4,45
Nov	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,71
Feb	6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
Mar	6,04	5,30	5,45	4,88	4,65	4,81	4,87
Abr	6,11	5,36	5,43	4,82	4,70	4,98	4,86

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

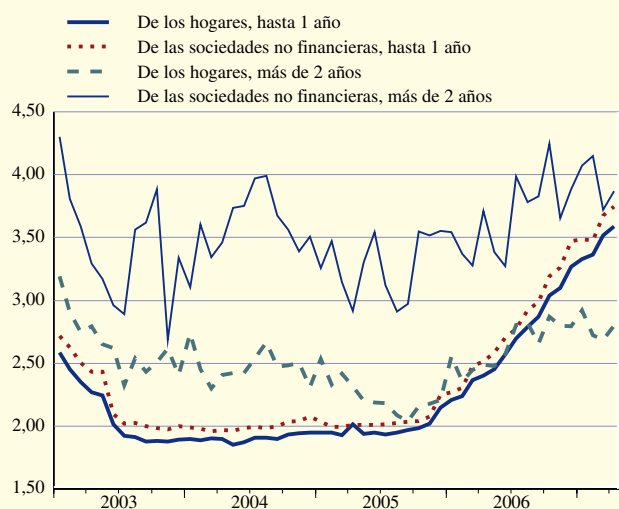
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 May	0,79	2,27	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,57	2,49
Jun	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,57	2,63
Jul	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,61	2,71
Ago	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,69	2,81
Sep	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
Oct	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,68	3,93	3,59

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 May	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
Jun	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
Jul	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
Ago	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
Sep	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
Oct	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
Nov	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,46	4,79	8,64	6,88	5,95	5,43	4,89	4,84
Abr	5,19	4,48	4,80	8,69	6,91	5,99	5,49	4,94	4,88

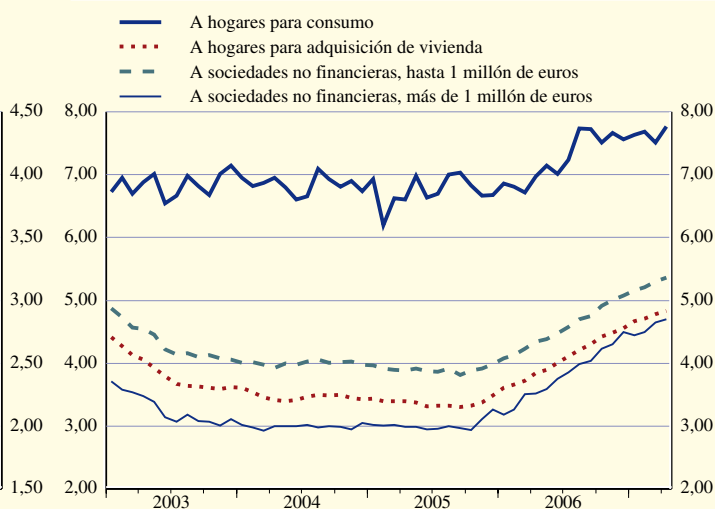
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

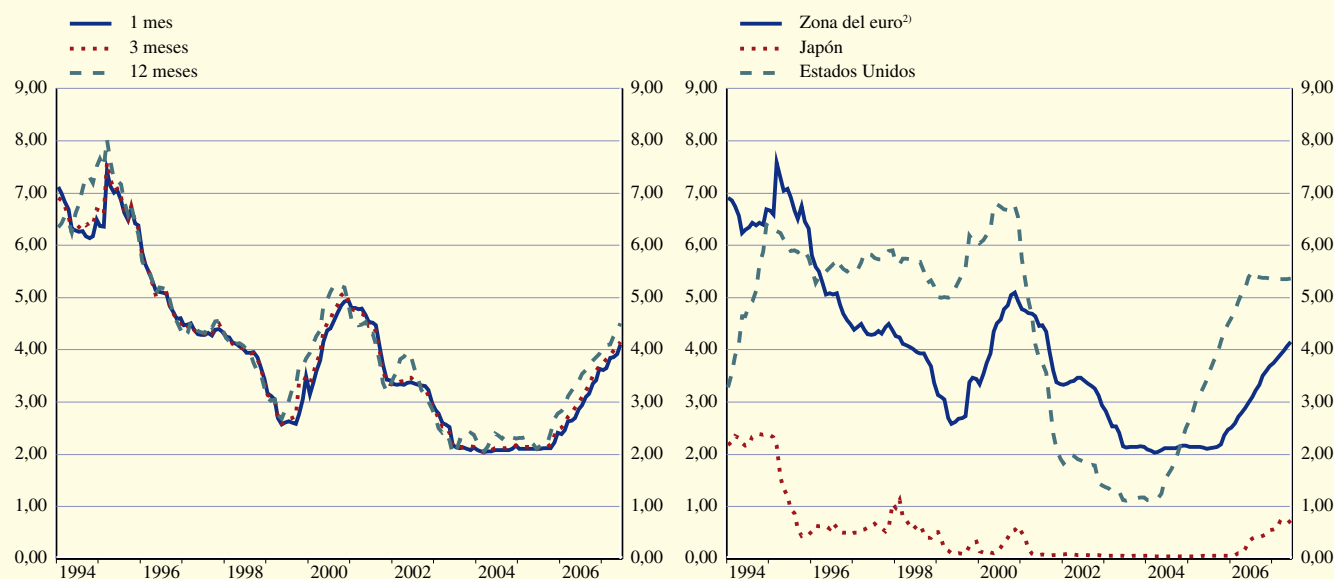
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006 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
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
2006 Jun	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
Jul	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
Ago	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
Sep	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
Oct	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
Nov	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73

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

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

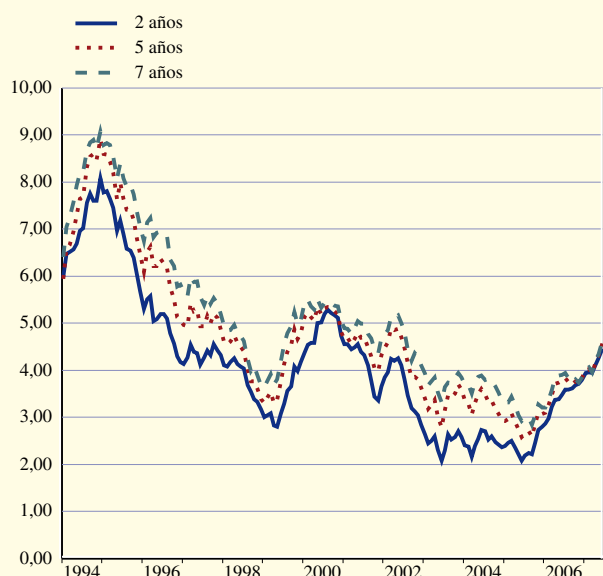
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 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
II	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
2006 Jun	3,47	3,59	3,78	3,91	4,08	5,10	1,87
Jul	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
Ago	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
Sep	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
Oct	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
Nov	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
Jun	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89

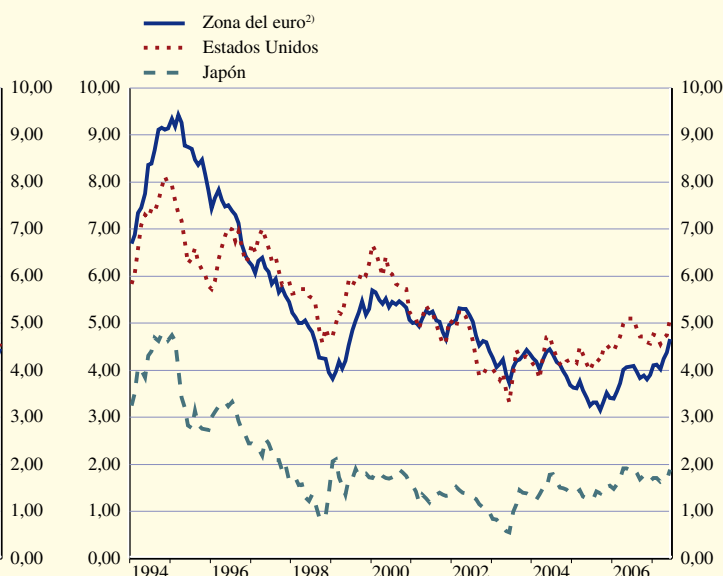
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(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.

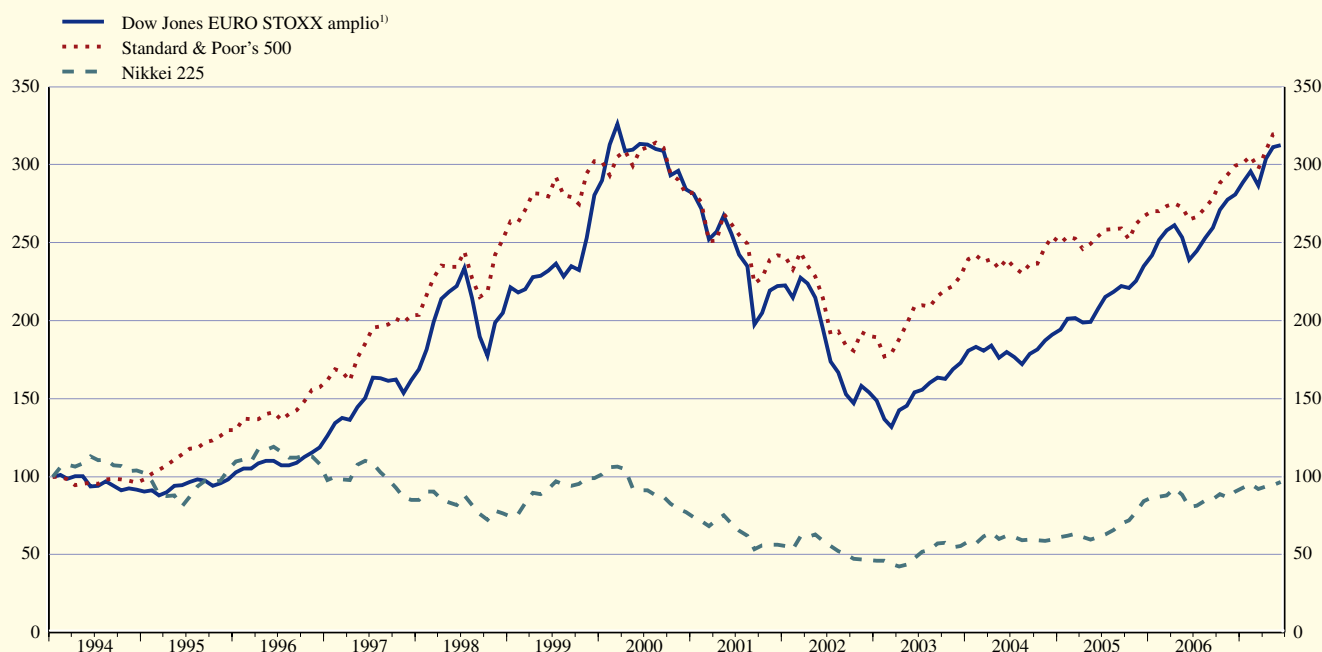
4.8 Índices bursátiles

(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 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
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
2006 Jun	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
Jul	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
Ago	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
Sep	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
Oct	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
Nov	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total			Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes										
% del total ³⁾	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,1	13,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,4
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4	2,2	2,9
II	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	2,4	3,2
III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,3
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6	1,6	3,0
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	-0,2	0,4	1,0	0,7	1,7	2,9
2007 Ene	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	1,6	3,0
Feb	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	3,1
Mar	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,2	0,1	-0,2	0,2	1,5	0,1	1,8	2,7
Abr	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,4	0,1	1,3	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
May	104,4	1,9	1,9	1,4	2,6	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,9	0,3	1,7	2,4
Jun ⁴⁾	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ³⁾	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006 I	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
II	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2006 Dic	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4
2007 Ene	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
Feb	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,8	2,8	2,6
Mar	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6
Abr	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7
May	2,4	1,9	3,1	0,9	1,0	0,3	2,8	2,0	2,8	-1,8	2,9	3,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero		No duradero					
															Total
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	3,2	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	3,8	6,4	19,7	24,8	52,9
2006 II	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	4,0	6,9 ⁶⁾	30,0	26,2	56,2
III	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	4,3	-	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	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,2	.	-	-5,5	15,7	44,8
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1	13,8	51,0
2007 Ene	116,9	3,1	2,4	3,5	6,2	2,0	1,5	1,9	1,4	1,7	-	-	-9,6	15,6	42,2
Feb	117,3	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,1	-	-	-4,6	13,9	44,9
Mar	117,6	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	0,9	-	-	-2,3	17,6	47,3
Abr	118,1	2,4	2,5	3,4	5,8	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,9	-	-	-5,6	15,3	50,2
May	118,5	2,3	2,5	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,5	-	-	-3,9	11,9	50,3
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	0,3	14,2	52,6

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	110,9	3,1	2,9	3,8	3,2	3,9	2,9	2,4
2004	113,9	2,7	2,3	3,2	3,0	3,1	2,4	2,1
2005	116,6	2,4	2,5	1,9	2,5	2,3	2,4	2,1
2006	119,4	2,4	2,7	1,8	2,7	2,0	2,3	2,3
2006 I	118,4	2,4	2,9	1,1	2,5	2,2	2,4	2,2
II	119,1	2,6	2,8	2,0	3,3	1,7	2,3	2,4
III	119,7	2,4	2,7	2,1	3,1	1,9	2,1	2,1
IV	120,4	2,2	2,4	1,9	2,2	2,3	2,3	2,5
2007 I	121,0	2,2	2,3	2,1	2,2	1,9	2,2	2,0

Fuentes: Eurostat, HWI (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. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,2	2,1	1,5	2,8
2004	107,8	1,2	-9,4	0,2	3,4	-0,1	2,3	2,8
2005	108,8	0,9	7,3	-1,2	3,4	0,2	1,9	2,0
2006	109,6	0,8	5,4	-1,7	0,9	0,5	2,4	2,2
2005 IV	109,4	0,9	9,4	-2,0	2,1	0,1	2,1	2,7
2006 I	109,5	0,9	6,6	-1,5	1,3	0,4	2,5	2,2
II	109,9	1,1	6,2	-1,5	-0,2	0,8	1,8	3,2
III	109,7	1,1	6,3	-1,5	0,6	0,4	3,0	2,6
IV	109,4	0,0	2,5	-2,1	1,8	0,3	2,4	0,8
	Remuneración por asalariado							
2003	107,6	2,1	2,3	2,1	2,8	1,9	2,5	2,1
2004	109,8	2,1	2,2	2,7	2,6	1,5	1,9	2,3
2005	111,7	1,7	3,3	1,5	2,3	1,6	2,1	1,9
2006	114,2	2,2	3,7	2,5	2,7	2,1	1,6	2,1
2005 IV	112,8	2,2	3,4	1,6	2,4	1,6	1,8	3,3
2006 I	113,4	2,2	2,9	2,5	2,8	2,1	1,6	2,3
II	114,2	2,5	3,3	2,5	2,4	2,4	1,1	3,2
III	114,5	2,4	4,7	2,7	2,3	1,9	1,9	2,6
IV	114,8	1,8	4,0	2,3	3,3	2,1	2,0	0,6
	Productividad del trabajo ²⁾							
2003	101,0	0,4	-3,3	1,9	-0,5	-0,2	0,9	-0,7
2004	101,9	0,9	12,8	2,5	-0,8	1,6	-0,4	-0,4
2005	102,7	0,8	-3,8	2,7	-1,1	1,3	0,2	-0,1
2006	104,2	1,4	-1,6	4,2	1,8	1,7	-0,8	0,0
2006 I	103,5	1,3	-3,5	4,1	1,5	1,7	-0,9	0,0
II	104,0	1,4	-2,8	4,1	2,6	1,5	-0,7	0,0
III	104,3	1,3	-1,4	4,3	1,7	1,5	-1,1	0,0
IV	104,9	1,8	1,5	4,5	1,4	1,8	-0,3	-0,1
2007 I	105,2	1,6						

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	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,4	2,3	3,7
2006	113,3	1,8	2,3	2,2	1,9	2,7	4,0
2006 I	112,5	1,7	2,7	2,4	2,3	2,3	5,4
II	113,1	1,8	2,6	2,4	2,8	2,8	5,1
III	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,9	3,5
IV	114,2	1,7	1,7	1,8	0,5	2,9	2,0
2007 I	115,3	2,5	1,7	1,7	1,3	3,1	0,4

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2003	7.486,4	7.329,9	4.291,7	1.531,5	1.504,7	1,9	156,6	2.638,4	2.481,9
2004	7.766,0	7.607,3	4.442,2	1.586,1	1.571,1	7,9	158,7	2.838,8	2.680,1
2005	8.037,7	7.919,1	4.602,0	1.648,0	1.651,8	17,3	118,6	3.044,6	2.926,0
2006	8.412,3	8.309,4	4.784,9	1.712,7	1.783,9	27,9	102,9	3.387,8	3.284,9
2006 I	2.061,3	2.043,6	1.180,1	422,8	430,1	10,5	17,6	819,5	801,9
II	2.091,5	2.069,5	1.190,5	428,3	443,3	7,4	22,1	834,2	812,1
III	2.116,0	2.095,2	1.203,6	429,4	450,6	11,6	20,8	852,0	831,2
IV	2.143,5	2.101,1	1.210,6	432,2	459,9	-1,7	42,4	882,0	839,6
2007 I	2.176,8	2.141,7	1.215,5	436,7	475,4	14,1	35,1	891,0	855,9
en porcentaje del PIB									
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior)									
tasas de variación interanual									
2006 I	0,9	0,5	0,5	1,1	1,2	-	-	3,6	2,7
II	0,9	0,8	0,3	0,1	2,1	-	-	1,0	0,8
III	0,6	0,8	0,7	0,6	1,0	-	-	1,4	2,1
IV	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,5	1,7
2007 I	0,6	1,1	-0,1	0,8	2,5	-	-	0,3	1,6
annual percentage changes									
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,3	-	-	6,9	6,8
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,7	2,5	1,7	2,0	4,9	-	-	8,3	7,9
2006 I	2,4	2,4	1,7	2,2	4,3	-	-	9,1	9,4
II	2,9	2,6	1,7	1,7	5,5	-	-	8,1	7,7
III	2,8	3,0	1,7	1,9	4,9	-	-	6,9	7,5
IV	3,3	2,4	1,9	2,2	5,9	-	-	9,8	7,5
2007 I	3,0	3,0	1,3	1,9	7,2	-	-	6,3	6,3
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2006 I	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,4	-	-
II	0,9	0,8	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
III	0,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,2	-	-
IV	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 I	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,5	-0,5	-	-
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	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 I	2,4	2,3	1,0	0,4	0,9	0,0	0,0	-	-
II	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,3	-	-
III	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,3	2,4	1,1	0,5	1,2	-0,4	1,0	-	-
2007 I	3,0	3,0	0,7	0,4	1,5	0,4	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.

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	6.725,3	152,6	1.392,3	391,6	1.426,9	1.830,3	1.531,6	761,2
2004	6.969,8	157,8	1.421,1	412,8	1.482,9	1.906,1	1.589,0	796,3
2005	7.199,3	145,6	1.458,4	438,2	1.525,8	1.985,8	1.645,6	838,4
2006	7.508,8	143,7	1.527,0	481,3	1.575,7	2.081,7	1.699,4	903,5
2006 I	1.840,7	35,2	374,3	115,2	386,9	510,0	419,1	220,6
II	1.867,5	35,6	379,0	118,6	391,8	517,1	425,4	224,0
III	1.891,3	36,1	385,3	122,2	397,1	524,4	426,3	224,8
IV	1.909,3	36,8	388,5	125,3	400,0	530,2	428,5	234,2
2007 I	1.936,4	36,3	397,0	128,9	402,2	538,9	433,0	240,4
en porcentaje del valor añadido								
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2006 I	0,8	-2,5	1,5	0,0	0,7	1,0	0,5	1,7
II	1,0	0,3	1,3	2,6	1,2	1,1	0,3	0,0
III	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,6	0,4	0,2	0,8
IV	0,7	2,3	0,6	1,5	0,7	0,7	0,3	2,7
2007 I	0,8	-1,7	1,1	1,9	0,4	0,9	0,5	-0,6
tasas de variación interanual								
2003	0,7	-5,9	0,4	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,4	1,8	0,8	2,9	1,8	1,3	1,7
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,2	1,3	1,6
2006	2,6	-1,9	3,8	4,4	2,7	2,6	1,3	3,9
2006 I	2,2	-3,2	3,4	3,7	2,4	2,0	1,3	3,6
II	2,8	-1,8	4,0	4,6	3,0	2,9	1,4	3,6
III	2,8	-2,5	4,3	4,9	2,9	2,7	1,4	3,1
IV	3,1	-0,2	4,4	5,3	3,3	3,2	1,3	5,3
2007 I	3,1	0,6	4,0	7,4	2,9	3,1	1,3	2,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2006 I	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
II	1,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	-
III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 I	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
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	0,0	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006	2,6	0,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	-
2006 I	2,2	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	-
II	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
III	2,8	-0,1	0,9	0,3	0,6	0,7	0,3	-
IV	3,1	0,0	0,9	0,3	0,7	0,9	0,3	-
2007 I	3,1	0,0	0,8	0,5	0,6	0,9	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción	
		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	2,0	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,5
2005	1,2	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,4
2006	3,8	108,0	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,4	4,2	2,1	0,7	4,3
2006 II	3,2	107,8	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,6
III	4,2	108,6	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,1	1,5	4,4
IV	4,1	109,2	4,0	4,9	4,9	5,3	6,8	3,1	5,5	2,7	-3,3	6,8
2007 I	4,6	110,1	3,8	5,6	5,9	6,3	7,2	3,4	4,3	3,2	-7,3	11,0
2006 Nov	3,9	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,5	2,4	5,3	1,9	-3,9	6,8
Dic	4,4	110,2	4,8	6,0	6,0	7,3	7,8	3,9	6,5	3,5	-4,2	8,7
2007 Ene	3,6	109,6	3,3	5,4	5,6	5,5	7,1	3,6	3,6	3,6	-7,5	9,8
Feb	4,9	110,1	4,0	5,8	6,0	7,1	7,6	2,6	5,0	2,2	-7,3	12,0
Mar	5,2	110,7	4,1	5,7	6,0	6,4	7,0	3,9	4,3	3,9	-7,1	11,2
Abr	3,1	109,8	2,9	4,0	4,1	3,7	5,7	2,3	1,6	2,4	-3,4	4,0
		tasas de variación intermensual (d.)										
2006 Nov	0,6	-	0,2	0,5	0,4	0,0	1,3	0,1	1,3	-0,1	0,5	0,8
Dic	0,9	-	1,2	1,3	1,4	2,1	0,8	1,2	0,8	1,2	1,8	0,7
2007 Ene	-0,3	-	-0,6	-0,2	-0,1	-0,7	0,3	-0,4	-1,7	-0,2	-3,5	0,4
Feb	0,7	-	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,0	0,7	-0,1	-0,2	1,0
Mar	0,9	-	0,6	0,4	0,8	0,5	0,3	0,8	0,0	1,0	0,7	0,7
Abr	-1,8	-	-0,9	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,8	-0,8	0,5	-0,9

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			Total (d.) miles ³⁾	Total
										Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,5	106,3	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	110,9	4,6	110,8	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,5	9,5	118,9	7,3	3,4	108,9	2,1	0,7	2,7	3,0	4,9	965	2,5
2006 II	119,8	8,4	118,4	6,4	3,8	108,7	2,3	1,3	2,7	2,9	4,2	973	3,4
III	123,3	10,6	119,9	6,5	3,8	109,3	2,3	1,3	2,8	3,5	5,1	938	-1,8
IV	125,3	6,9	121,9	7,6	3,4	109,7	2,3	-0,2	3,5	3,2	7,0	984	5,2
2007 I	127,7	8,5	124,5	7,6	2,7	109,7	1,7	0,4	2,5	4,4	4,3	949	-1,7
2006 Dic	127,0	1,8	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,2	4,4	4,3	8,0	1.029	13,2
2007 Ene	127,0	12,4	123,5	10,1	2,0	109,1	1,0	-0,3	1,6	2,5	3,8	941	-2,9
Feb	126,3	5,2	123,9	7,3	2,0	109,6	1,2	-0,7	2,6	4,9	3,9	936	-3,7
Mar	129,9	8,2	126,0	5,9	3,8	110,3	2,7	2,0	3,1	6,0	5,1	969	0,8
Abr	129,3	12,1	123,4	8,9	2,8	110,2	1,5	0,4	2,5	7,0	3,0	919	-5,8
May	.	.	.	.	1,7	109,6	0,4	0,4	0,3	.	.	963	-0,8
	tasas de variación intermensual (d.)												
2006 Dic	-	1,6	-	0,9	0,4	-	0,4	0,2	0,5	0,6	1,3	-	5,6
2007 Ene	-	0,0	-	0,0	-0,8	-	-0,9	-0,3	-1,2	-0,4	-2,3	-	-8,6
Feb	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,2	0,7	1,1	0,4	-	-0,5
Mar	-	2,9	-	1,7	0,8	-	0,6	0,7	0,4	0,2	1,0	-	3,5
Abr	-	0,5	-	-2,0	0,0	-	-0,1	-0,1	0,0	1,5	-0,9	-	-5,3
May	-	.	-	.	-0,2	-	-0,5	-0,3	-0,6	.	.	-	4,8

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores ³⁾					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003	93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006 II	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
III	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
II	111,6	6	8	4	14	.	-2	-1	0	2	-7
2007 Ene	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9
Feb	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
Mar	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
Abr	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
May	112,1	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6
Jun	111,7	6	7	4	15	-	-2	-1	2	2	-7

	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 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
II	0	-6	6	1	4	14	13	22	19	22	25
2007 Ene	1	-8	10	-1	2	16	11	20	16	19	23
Feb	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
Mar	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28
Abr	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
May	0	-7	7	2	5	11	13	23	20	23	25
Jun	1	-5	6	1	4	13	12	21	18	21	25

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,7	15,3	4,3	17,5	7,6	24,8	15,3	30,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,139	0,4	0,5	0,1	-2,7	-1,5	0,8	0,7	0,7	1,7
2004	137,340	0,9	0,8	1,5	-1,1	-1,3	1,4	1,0	2,1	1,7
2005	138,439	0,8	1,0	0,0	-1,4	-1,3	2,7	0,6	2,1	1,4
2006	140,386	1,4	1,5	1,0	-0,4	-0,2	2,8	1,2	3,5	1,4
2006 I	139,620	1,1	1,2	0,7	0,3	-0,6	2,1	0,8	2,9	1,3
II	140,286	1,5	1,6	1,4	1,2	-0,1	2,0	1,5	3,6	1,4
III	140,617	1,5	1,6	0,9	-1,0	0,1	3,0	1,3	3,9	1,3
IV	141,021	1,5	1,5	1,0	-1,9	-0,3	4,0	1,3	3,6	1,4
2007 I	141,554	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2006 I	0,717	0,5	0,4	1,0	0,1	-0,1	0,6	0,6	0,9	0,7
II	0,666	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,7	0,5	0,9	0,3
III	0,331	0,2	0,4	-0,4	-2,0	0,0	0,9	0,0	1,0	0,3
IV	0,404	0,3	0,3	0,1	-0,5	-0,1	1,7	0,3	0,8	0,0
2007 I	0,533	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.

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		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,9	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	18,2	6,193	7,5	6,690	10,4
2005	12,660	8,6	9,569	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,520	10,0
2006	11,734	7,9	8,842	6,7	2,891	16,8	5,628	6,8	6,106	9,3
2006 I	12,212	8,2	9,191	7,0	3,021	17,4	5,837	7,0	6,375	9,7
II	11,777	7,9	8,910	6,8	2,867	16,6	5,693	6,8	6,084	9,3
III	11,577	7,8	8,709	6,6	2,869	16,7	5,541	6,6	6,037	9,2
IV	11,328	7,6	8,490	6,4	2,838	16,5	5,373	6,4	5,955	9,0
2007 I	10,805	7,2	8,081	6,1	2,724	15,9	5,103	6,1	5,702	8,7
2006 Dic	11,208	7,5	8,388	6,3	2,819	16,4	5,328	6,4	5,880	8,9
2007 Ene	10,975	7,4	8,211	6,2	2,764	16,2	5,208	6,2	5,767	8,8
Feb	10,800	7,2	8,069	6,1	2,731	16,0	5,097	6,1	5,703	8,7
Mar	10,638	7,1	7,963	6,0	2,675	15,7	5,003	6,0	5,636	8,6
Abr	10,530	7,1	7,896	6,0	2,634	15,5	4,944	5,9	5,587	8,5
May	10,446	7,0	7,844	5,9	2,602	15,3	4,900	5,9	5,545	8,4

Fuente: Eurostat.

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

2) En el año 2006.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS



6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Emplea- dores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,6	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	42,0

2. Zona del euro - empleos

	Total		Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
	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	
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		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
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,4	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,1	-4,0	0,4	-6,2	0,0	-4,1	-3,5	0,4	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,4	-7,9	-0,2	-3,6	-3,5	-1,2	-1,8	-1,2	-3,3	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,0	-5,5	1,1	-3,0	-4,2	-0,3	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,2	-1,7	2,9	-2,6	1,8	-2,5	-4,4	0,1	0,6	-1,1	-3,9	-1,4	3,9

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

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

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

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

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,3	11,9	11,2	23,3
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,3	10,4	7,8	35,0
2006	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,6	7,6	7,5	36,2

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	68,9	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,4	4,6	13,7	25,2	30,0	68,0	0,9

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda														
	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁽⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁽⁹⁾										Otras variaciones en volumen	Otros ⁽¹⁰⁾
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio			
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ⁽¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones			Inyecciones de capital		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

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

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

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾ (en porcentaje del PIB)

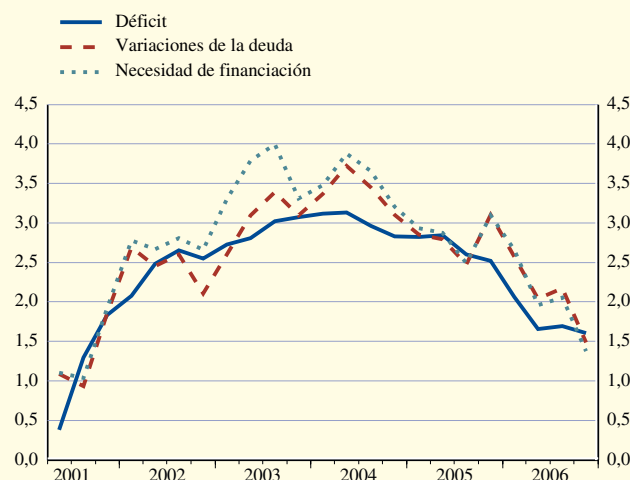
1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

	Total	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo
	1	2	3	4	5
2004 I	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
II	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
III	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
IV	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005 I	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
II	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
III	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
IV	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6
2006 I	70,9	2,5	11,7	4,9	51,8
II	71,1	2,5	11,6	4,9	52,0
III	70,6	2,5	11,6	4,7	51,7
IV	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0

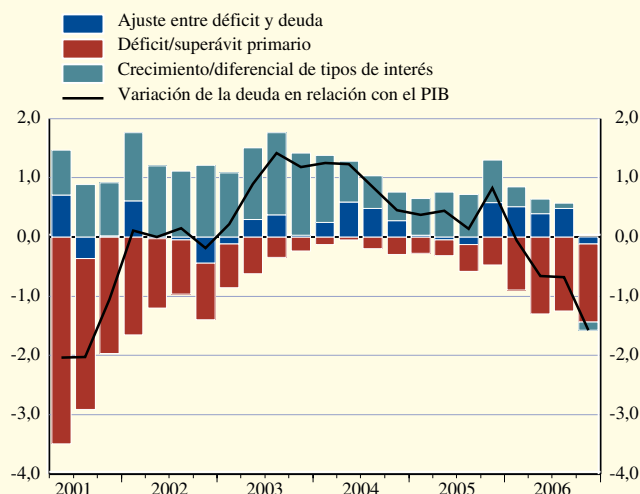
2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	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
2004 I	8,5	-5,1	3,4	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
II	5,8	-1,5	4,3	4,0	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
III	1,8	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
IV	-3,2	-1,4	-4,6	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	-3,0
2005 I	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	7,2
II	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
III	0,6	-2,5	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
IV	-0,6	-1,2	-1,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006 I	5,0	-3,0	1,9	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
II	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,7	2,6
III	1,1	-2,6	-1,4	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
IV	-3,1	-0,9	-3,9	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-3,0

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda (suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht (tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



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

1) Los datos se refieren al Euro-13.

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

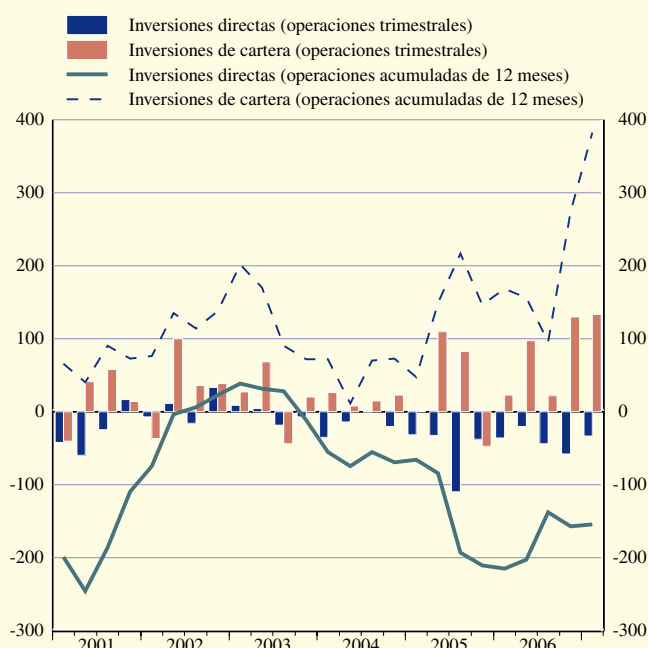
	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005	-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006	-6,1	30,5	36,6	1,8	-75,0	11,3	5,3	134,0	-156,7	273,1	-2,6	21,7	-1,5	-139,3
2006 I	-14,5	-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
II	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
III	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
IV	21,3	19,7	9,3	7,1	-14,9	6,0	27,3	-28,8	-57,3	130,0	-0,8	-98,1	-2,7	1,5
2007 I	-0,1	8,6	6,8	2,5	-18,0	5,5	5,4	-6,4	-33,0	133,1	-14,4	-90,5	-1,5	1,0
2006 Abr	-5,7	1,1	3,3	-4,0	-6,2	0,3	-5,4	12,1	2,0	-9,0	-6,3	26,6	-1,2	-6,7
May	-10,6	0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
Jun	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
Jul	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
Ago	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
Sep	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
Oct	1,8	6,0	3,3	0,4	-7,9	0,7	2,5	8,8	-12,8	35,3	5,8	-19,5	0,1	-11,3
Nov	5,7	7,8	2,3	2,7	-7,1	1,2	7,0	-8,4	-15,7	61,9	-2,1	-51,7	-0,8	1,5
Dic	13,8	5,9	3,6	4,1	0,2	4,1	17,9	-29,2	-28,8	32,8	-4,5	-26,8	-1,9	11,3
2007 Ene	-4,5	-3,0	0,6	-1,1	-1,0	2,5	-2,0	42,1	-12,3	35,4	-4,9	26,9	-3,1	-40,1
Feb	-5,7	2,5	2,9	0,4	-11,5	1,4	-4,3	-9,2	-12,4	26,2	-7,8	-14,7	-0,6	13,6
Mar	10,2	9,2	3,2	3,2	-5,5	1,6	11,7	-39,2	-8,4	71,4	-1,7	-102,7	2,1	27,5
Abr	-6,5	3,2	2,0	-4,4	-7,4	0,6	-5,9	18,2	-24,4	16,3	-3,4	31,4	-1,8	-12,2
operaciones acumuladas de 12 meses														
2007 Abr	7,6	44,7	37,1	-0,5	-73,7	15,2	22,8	60,9	-180,7	408,3	-6,4	-150,9	-9,4	-83,7

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)

C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

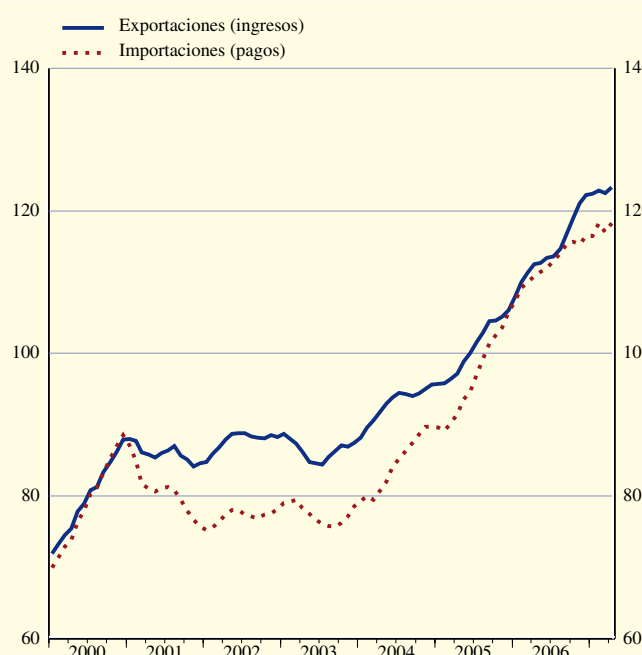
(mm de euros; operaciones)

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	1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005	2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006	2.338,7	2.344,8	-6,1	1.390,0	1.359,5	429,8	393,2	432,6	430,8	86,3	161,3	23,7	12,4
2006 I	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
II	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
III	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
IV	632,9	611,6	21,3	374,1	354,4	110,6	101,3	120,6	113,5	27,5	42,4	8,8	2,8
2007 I	606,6	606,6	-0,1	361,1	352,5	103,0	96,3	114,1	111,5	28,4	46,4	7,6	2,1
2007 Feb	196,2	201,9	-5,7	116,7	114,2	33,0	30,1	34,1	33,7	12,4	23,9	1,9	0,5
Mar	218,3	208,1	10,2	131,0	121,8	36,7	33,4	43,9	40,7	6,7	12,1	2,1	0,6
Abr	200,9	207,5	-6,5	119,2	116,0	35,5	33,5	41,2	45,6	5,0	12,3	1,3	0,7
Datos desestacionalizados													
2006 I	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
II	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
III	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
IV	614,6	603,7	10,8	366,7	349,3	109,4	100,5	114,6	111,5	23,8	42,5	.	.
2007 I	625,8	619,3	6,5	367,4	351,0	112,7	100,8	122,3	128,0	23,3	39,6	.	.
2006 Ago	195,8	199,4	-3,6	116,0	115,7	35,6	32,7	36,9	37,3	7,3	13,7	.	.
Sep	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
Oct	200,3	196,9	3,4	119,7	115,0	35,7	33,5	36,8	33,6	8,1	14,8	.	.
Nov	199,8	199,1	0,7	122,2	114,7	36,7	33,8	35,1	36,8	5,8	14,0	.	.
Dic	214,4	207,7	6,8	124,8	119,6	37,0	33,3	42,8	41,1	9,8	13,7	.	.
2007 Ene	202,0	198,5	3,5	120,2	115,2	36,8	33,8	40,2	40,3	4,8	9,2	.	.
Feb	211,8	215,5	-3,7	123,5	119,8	37,3	33,2	38,5	43,4	12,4	19,1	.	.
Mar	212,0	205,3	6,7	123,7	115,9	38,6	33,9	43,6	44,2	6,1	11,4	.	.
Abr	204,9	208,8	-4,0	122,6	119,1	37,9	35,7	38,5	39,3	5,9	14,7	.	.

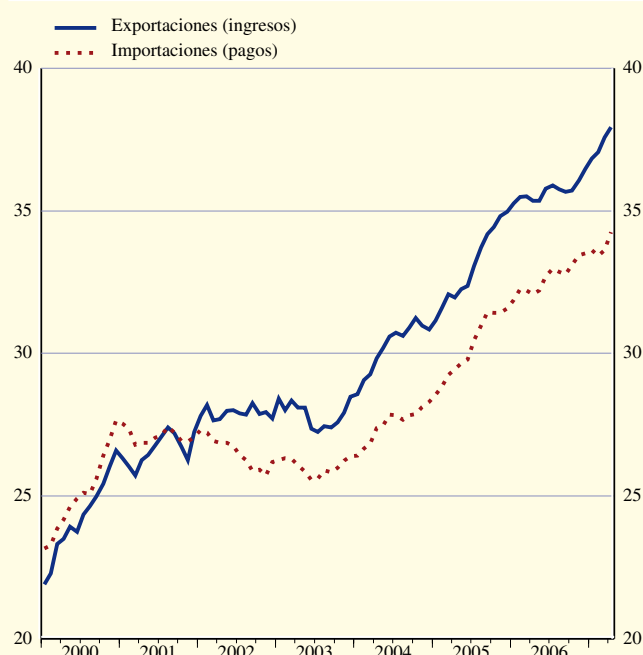
C32 Bienes

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



C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	416,5	420,8	124,4	66,7	18,4	16,3	38,0	99,4	100,0	89,6	135,7	148,8
2005 IV	4,1	2,4	99,7	104,1	38,7	33,1	4,2	4,1	7,3	14,0	20,9	23,3	28,6	29,7
2006 I	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
II	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
III	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
IV	4,2	2,5	116,5	111,0	36,6	19,8	5,2	4,9	8,0	19,0	27,5	23,6	39,3	43,7

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-314,8	-264,2	-34,7	-229,5	-50,6	-1,0	-49,6	158,1	128,8	4,3	124,6	29,3	0,3	29,0
2006 I	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
II	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
III	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
IV	-72,5	-57,5	-16,1	-41,4	-14,9	-0,7	-14,2	15,2	5,8	0,9	4,9	9,4	0,0	9,4
2007 I	-75,7	-55,4	-10,5	-44,9	-20,3	2,2	-22,5	42,7	8,8	0,7	8,1	33,9	-1,1	35,0
2006 Abr	-83,0	-60,2	-1,7	-58,4	-22,8	-0,3	-22,5	85,0	71,4	0,0	71,3	13,6	0,2	13,4
May	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
Jun	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
Jul	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
Ago	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
Sep	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
Oct	-22,2	-13,2	-5,8	-7,5	-9,0	0,1	-9,1	9,4	3,4	1,1	2,3	6,0	1,5	4,4
Nov	-12,3	-16,2	-1,9	-14,3	3,8	-0,2	4,0	-3,3	-3,8	-0,2	-3,6	0,5	-1,7	2,1
Dic	-37,9	-28,1	-8,5	-19,6	-9,8	-0,7	-9,1	9,1	6,2	0,0	6,2	3,0	0,1	2,9
2007 Ene	-24,3	-25,8	-2,6	-23,2	1,5	2,3	-0,8	12,0	2,0	0,2	1,8	10,1	-1,1	11,2
Feb	-29,6	-10,8	-0,1	-10,7	-18,8	-0,3	-18,5	17,2	7,7	4,2	3,5	9,4	0,2	9,2
Mar	-21,9	-18,9	-7,8	-11,1	-3,0	0,2	-3,2	13,5	-0,9	-3,7	2,8	14,4	-0,2	14,6
Abr	-30,0	-18,9	-1,2	-17,7	-11,1	-0,4	-10,7	5,6	4,9	-0,1	5,0	0,7	0,6	0,2

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos					Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
													AAPP	Otros sectores	
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005	-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006	0,0	-27,9	-101,5	-6,1	290,3	-2,4	-166,4	-117,6	-1,1	459,3	-0,1	-48,7	-12,5	0,1	0,6
2006 I	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
II	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
III	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
IV	0,0	-14,8	-7,4	-1,8	83,6	-2,8	-37,2	-40,2	-0,8	180,2	0,6	-18,5	-2,4	4,0	-10,9
2007 I	0,0	-16,5	0,8	-	110,5	-0,6	-50,0	-41,9	-	133,5	0,7	-25,5	-2,9	-	24,5
2006 Abr	0,0	3,3	-6,0	-	-11,5	0,2	-6,1	-10,7	-	25,3	-1,1	-7,1	0,6	-	4,2
May	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
Jun	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
Jul	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
Ago	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
Sep	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
Oct	0,0	-5,8	-2,1	-	23,9	-1,8	-14,6	-19,4	-	52,7	0,4	-5,8	-5,3	-	13,1
Nov	0,0	-0,8	-7,4	-	27,2	-0,5	-24,7	-9,7	-	69,6	0,3	-9,6	5,0	-	12,5
Dic	0,0	-8,2	2,1	-	32,4	-0,6	2,1	-11,1	-	57,9	-0,1	-3,1	-2,1	-	-36,6
2007 Ene	0,0	-6,0	-3,4	-	43,6	-0,1	-32,2	-11,1	-	35,7	0,5	-8,4	-2,2	-	18,9
Feb	0,0	-14,7	-7,5	-	40,4	0,0	-15,5	-14,0	-	35,6	0,1	-4,3	1,5	-	4,6
Mar	0,0	4,1	11,8	-	26,9	-0,5	-2,4	-16,8	-	62,2	0,2	-12,8	-2,2	-	1,0
Abr	0,0	1,0	-12,0	-	2,7	0,0	-22,8	-5,7	-	38,8	0,0	-3,2	0,2	-	17,2

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)							Otros sectores		
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2004	-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005	-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006	-751,0	772,6	-2,9	18,6	3,4	-3,0	1,2	-522,1	489,1	-133,3	82,5	-388,8	406,6	-229,3	25,6	263,7
2006 I	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
II	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
III	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
IV	-273,6	175,6	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-209,1	95,4	-72,8	26,6	-136,3	68,8	-58,0	18,7	78,7
2007 I	-388,5	298,0	-5,4	9,4	3,9	5,5	1,1	-280,1	249,9	-60,9	22,8	-219,2	227,2	-106,9	-37,0	37,6
2006 Abr	-86,2	112,8	0,0	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,6	81,7	-0,1	10,1	-64,5	71,6	-17,1	2,9	28,3
May	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
Jun	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
Jul	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
Ago	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
Sep	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
Oct	-104,7	85,2	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,0	63,2	-41,8	5,0	-36,2	58,3	-23,8	3,3	25,2
Nov	-148,4	96,7	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-105,9	70,3	-10,5	27,3	-95,4	42,9	-39,2	-8,4	21,6
Dic	-20,5	-6,3	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,2	-38,1	-20,5	-5,7	-4,7	-32,4	5,0	23,9	31,9
2007 Ene	-141,9	168,8	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,3	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,6	-30,7	23,6
Feb	-126,2	111,6	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,8	78,2	-4,7	7,8	-85,1	70,3	-33,1	-10,3	28,4
Mar	-120,4	17,6	-0,4	3,2	2,8	2,6	1,8	-98,6	27,0	-29,2	5,5	-69,5	21,5	-24,2	4,0	-14,4
Abr	-154,3	185,7	0,8	2,3	1,1	-2,3	0,6	-125,6	163,8	-17,0	9,1	-108,6	154,7	-30,5	-7,0	19,1

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 comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2005 IV	-1,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	0,0	-2,1	0,0
2006 I	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
III	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
IV	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,4	0,0	-3,3	0,0

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos						Pasivos	
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-517,9	-4,2	486,1	3,0	-6,9	-215,8	-241,5	25,6	-6,5	8,6	252,8	2,3
2005 IV	-90,7	3,4	125,0	-4,8	-1,9	-36,2	-50,1	13,9	1,0	5,0	50,3	0,8
2006 I	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
II	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
III	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
IV	-209,3	0,3	95,0	0,4	-1,8	-59,9	-78,6	18,7	3,7	-3,2	83,4	-1,6

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2006	-1,5	4,2	-0,5	5,2	-10,6	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,5	0,0	0,2
2005 IV	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	0,0	0,0
2006 I	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
II	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
IV	-2,7	1,1	-0,2	1,6	-5,1	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,5	0,0	0,0

Fuente: BCE.

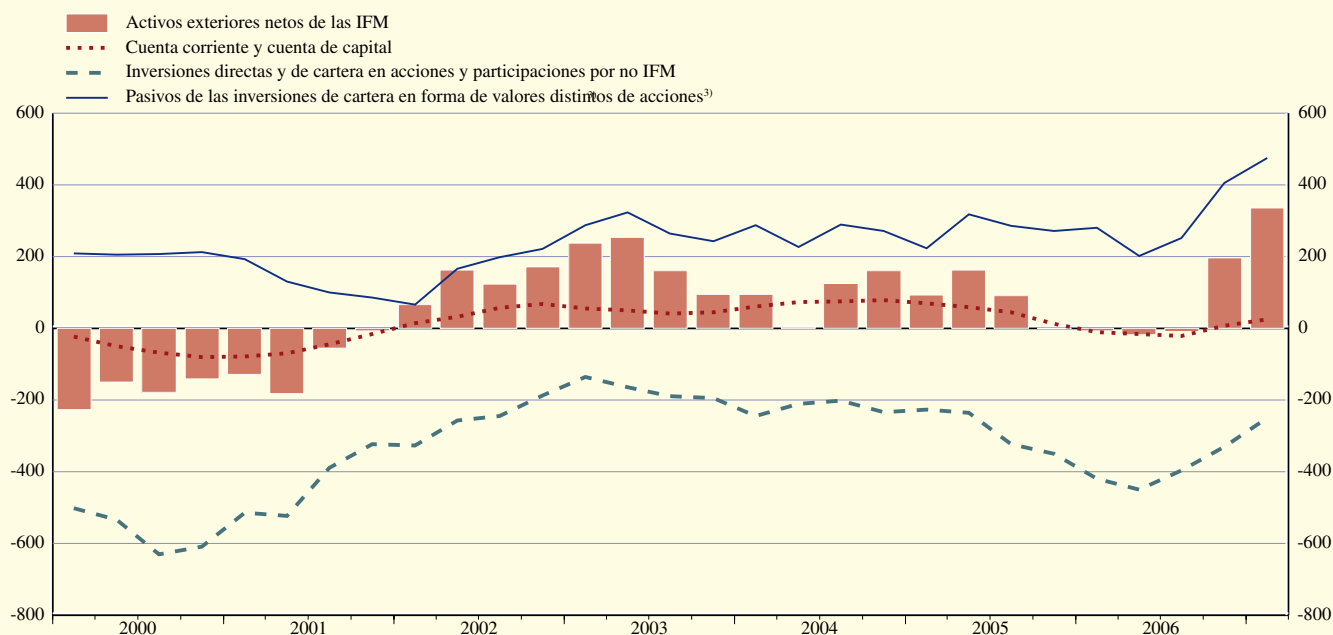
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005	12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006	7,6	-279,1	157,8	-231,1	229,3	404,5	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	185,1	196,3
2006 I	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
II	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
III	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
IV	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	150,2	-63,5	75,3	-0,8	1,2	167,6	172,1
2007 I	5,4	-67,4	43,8	-44,0	91,8	145,2	-103,0	38,7	-14,4	1,4	97,6	100,7
2006 Abr	-5,3	-80,9	84,7	-16,2	-15,6	19,8	-21,5	32,6	-6,3	-7,6	-16,4	-16,4
May	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
Jun	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
Jul	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
Ago	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
Sep	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
Oct	2,6	-16,5	7,9	-26,8	13,4	49,5	-26,2	23,0	5,8	-11,9	20,8	25,8
Nov	7,1	-10,2	-1,6	-12,0	31,7	77,1	-43,0	23,1	-2,1	1,3	71,4	65,2
Dic	18,1	-28,8	9,0	-11,0	22,3	23,6	5,6	29,2	-4,5	11,8	75,4	81,1
2007 Ene	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	48,1	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-23,1	-23,2
Feb	-4,3	-29,2	17,0	-20,0	45,0	35,8	-33,0	33,0	-7,8	13,6	50,0	39,4
Mar	11,7	-14,3	13,7	-7,2	13,6	61,3	-21,4	-12,7	-1,7	27,5	70,6	84,5
Abr	-5,9	-28,3	5,1	-17,5	0,5	35,0	-29,4	19,6	-3,4	-12,2	-36,7	-39,1
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2007 Abr	24,3	-239,1	100,7	-152,8	222,3	490,2	-256,5	214,3	-6,4	-84,0	313,0	312,5

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, veánse las Notas Generales.

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.338,7	880,1	47,9	73,5	453,6	244,4	60,7	31,0	54,6	153,1	384,9	835,1
Bienes	1.390,0	500,1	31,5	49,7	224,3	194,5	0,1	17,8	34,1	77,8	200,9	559,3
Servicios	429,8	154,3	8,7	11,7	104,3	24,5	5,2	6,1	11,3	41,9	79,6	136,6
Renta	432,6	162,4	7,2	11,5	114,5	22,9	6,3	6,8	8,9	27,3	97,9	129,3
de la cual: rentas de la inversión	416,5	157,0	7,1	11,4	112,8	22,7	3,0	6,7	8,9	21,0	96,5	126,5
Tranferencias corrientes	86,3	63,3	0,5	0,7	10,4	2,5	49,2	0,4	0,2	6,1	6,5	9,8
Cuenta de capital	23,7	18,8	0,0	0,0	0,8	0,2	17,7	0,0	0,4	0,4	0,9	3,2
Pagos												
Cuenta corriente	2.344,8	778,3	39,6	71,9	380,2	190,0	96,6	22,5	87,7	144,4	326,4	985,6
Bienes	1.359,5	397,5	27,2	45,9	172,5	152,0	0,0	10,6	53,6	68,1	131,8	697,8
Servicios	393,2	126,8	7,2	9,3	82,8	27,4	0,1	5,6	7,7	30,8	86,5	135,8
Renta	430,8	151,2	4,8	15,8	115,7	7,6	7,4	4,9	26,0	40,1	101,0	107,7
de la cual: rentas de la inversión	420,8	145,7	4,7	15,7	114,5	3,4	7,4	4,8	25,9	39,6	100,1	104,7
Tranferencias corrientes	161,3	102,7	0,5	0,8	9,2	3,1	89,2	1,4	0,4	5,4	7,1	44,3
Cuenta de capital	12,4	2,0	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,5	1,2	8,5
Neto												
Cuenta corriente	-6,1	101,8	8,3	1,6	73,4	54,4	-35,9	8,5	-33,1	8,7	58,5	-150,5
Bienes	30,5	102,6	4,3	3,8	51,9	42,6	0,1	7,2	-19,4	9,7	69,1	-138,5
Servicios	36,6	27,5	1,5	2,3	21,5	-3,0	5,1	0,5	3,6	11,1	-6,9	0,8
Renta	1,8	11,2	2,5	-4,3	-1,2	15,3	-1,1	1,9	-17,0	-12,8	-3,1	21,6
de la cual: rentas de la inversión	-4,4	11,3	2,4	-4,3	-1,8	19,4	-4,4	1,9	-17,0	-18,6	-3,6	21,7
Tranferencias corrientes	-75,0	-39,4	0,0	-0,2	1,2	-0,5	-40,0	-1,0	-0,3	0,7	-0,6	-34,4
Cuenta de capital	11,3	16,8	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	17,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-5,3

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-156,7	-70,6	2,6	11,0	-52,7	-31,6	0,1	-6,9	11,7	-3,7	-47,3	9,4	-49,4
En el exterior	-314,8	-159,2	-0,5	3,8	-131,0	-31,5	0,0	-9,9	4,0	-8,4	-66,1	-25,2	-50,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-264,2	-148,1	-0,8	4,1	-123,6	-27,8	0,0	-8,0	6,8	-1,0	-47,4	-17,7	-48,8
Otro capital	-50,6	-11,0	0,3	-0,3	-7,4	-3,7	0,0	-1,8	-2,9	-7,4	-18,8	-7,5	-1,2
En la zona del euro	158,1	88,6	3,1	7,2	78,3	-0,1	0,1	3,0	7,8	4,7	18,8	34,6	0,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	128,8	66,6	2,7	4,0	60,6	-0,9	0,1	0,3	4,8	10,2	1,1	42,3	3,6
Otro capital	29,3	22,0	0,4	3,2	17,6	0,8	0,0	2,7	3,0	-5,5	17,8	-7,7	-3,0

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-477,1	-125,3	-2,5	-12,9	-100,4	-8,3	-1,2	-7,7	-6,8	-5,2	-161,0	-96,3	-74,7
Acciones y participaciones	-129,5	-5,5	0,7	-3,3	-2,4	-0,4	-0,1	-2,2	-14,4	-1,5	-43,5	-30,5	-31,9
Valores distintos de acciones	-347,6	-119,8	-3,2	-9,6	-98,0	-8,0	-1,0	-5,5	7,5	-3,7	-117,5	-65,8	-42,8
Bonos y obligaciones	-286,4	-89,6	-2,3	-9,2	-69,9	-7,2	-1,0	-4,8	-3,1	-1,5	-93,9	-47,7	-45,8
Inst. del mercado monetario	-61,3	-30,2	-0,9	-0,4	-28,1	-0,7	-0,1	-0,7	10,6	-2,3	-23,6	-18,1	3,0

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
I 2006 a IV 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	21,7	-80,8	-16,8	7,4	-71,6	-15,6	15,7	2,0	41,7	-28,0	21,0	27,3	15,7	22,8
Activos	-751,0	-548,6	-36,2	-3,4	-473,1	-36,2	0,3	-0,3	26,0	-57,4	-49,0	-71,5	-2,0	-48,0
AAPP	3,4	-6,3	-1,9	0,2	-5,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,1	-1,2	10,9
IFM	-525,0	-356,2	-33,6	0,1	-290,9	-32,0	0,2	-1,4	24,5	-50,7	-53,1	-42,8	-0,9	-44,4
Otros sectores	-229,3	-186,1	-0,7	-3,7	-177,2	-4,3	-0,1	1,0	1,8	-6,7	3,8	-28,7	0,1	-14,5
Pasivos	772,6	467,8	19,5	10,8	401,5	20,6	15,4	2,3	15,8	29,4	70,0	98,8	17,7	70,8
AAPP	1,2	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	2,8	-2,1
IFM	507,7	256,2	19,5	9,4	208,0	17,4	1,9	1,1	12,6	26,3	37,7	94,1	15,0	64,6
Otros sectores	263,7	209,6	0,0	1,4	193,3	3,2	11,7	1,2	3,4	3,6	33,0	4,6	-0,1	8,4

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
En el exterior	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Otro capital	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
En la zona del euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Otro capital	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Inversiones de cartera: activos	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Acciones y participaciones	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Valores distintos de acciones	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Bonos y obligaciones	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Inst. del mercado monetario	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Otras inversiones	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Activos	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
AAPP	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
IFM	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Otros sectores	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Pasivos	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
AAPP	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
IFM	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Otros sectores	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 III	-957,1	-11,5	433,4	-1.294,7	-15,4	-405,4	325,1
IV	-969,7	-11,5	473,3	-1.473,6	-15,3	-279,9	325,8
Activos: saldos vivos							
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,4	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 III	11.857,5	142,8	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
IV	12.325,0	146,6	3.006,2	4.393,5	289,0	4.310,5	325,8
Pasivos: saldos vivos							
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	117,0	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,5	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 III	12.814,5	154,3	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
IV	13.294,7	158,1	2.532,9	5.867,1	304,3	4.590,4	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 III	2.394,6	176,9	2.217,7	550,3	2,7	547,6	1.907,8	46,5	1.861,3	603,7	10,0	593,7
IV	2.445,6	191,9	2.253,7	560,6	2,8	557,8	1.905,3	46,9	1.858,4	627,6	10,1	617,5

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario					
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6
2006 III	2,9	114,0	33,0	1.729,4	2.748,1	7,8	789,9	10,8	1.177,5	2.442,4	1,4	283,1	4,2	59,8	317,8
IV	2,8	131,4	36,2	1.817,1	2.990,4	10,4	809,7	11,4	1.210,2	2.576,1	0,9	301,0	0,2	62,1	300,6

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 III	7,4	0,4	95,6	0,3	0,1	50,1	38,5	11,6	45,0	0,0	46,8	3,4
IV	8,4	0,4	100,0	0,2	0,1	55,0	40,2	14,8	44,7	0,0	45,1	3,4

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 III	2.705,7	56,8	3.360,7	52,3	181,8	886,5	535,7	350,8	140,1	131,0	701,0	88,1
IV	2.879,2	58,6	3.414,0	55,8	185,0	943,0	610,3	332,8	136,1	128,3	759,0	84,6

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva													Pro memoria		
														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 II	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,1
III	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
IV	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 Mar	331,6	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,5	-	-	-	0,3	0,0	25,1	-22,6
Abr	330,0	179,9	361,562	4,6	4,1	141,4	4,2	25,7	111,1	-	-	-	0,4	0,0	27,3	-25,0
May	327,4	176,5	360,323	4,7	4,4	141,8	4,4	26,6	110,8	-	-	-	0,1	0,0	27,3	-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 II	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
III	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
IV	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 Mar	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-0,6
Abr	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,8	0,8	3,9	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,2
May	40,7	10,1	20,632	0,4	0,0	30,2	0,7	3,7	25,7	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-2,3	0,5	1.056,9	499,2	221,3	299,8	916,0	987,7	552,9	164,1	240,0	708,6	109,1
2004	8,9	9,4	1.142,8	545,8	246,6	314,6	994,1	1.073,2	604,4	183,3	255,4	767,4	129,2
2005	7,8	13,5	1.237,1	590,1	269,6	334,7	1.068,6	1.223,1	705,0	206,5	275,9	842,8	186,3
2006	11,1	13,3	1.379,8	662,9	289,2	366,2	1.184,0	1.391,6	825,5	207,6	302,8	940,1	224,8
2005 IV	9,8	15,9	321,6	154,4	69,2	86,6	276,6	328,1	189,5	56,2	72,6	222,4	53,8
2006 I	15,9	22,4	332,0	158,6	71,4	89,6	282,2	337,9	198,2	53,1	73,7	223,7	55,1
II	9,4	14,4	340,4	162,5	71,3	89,9	290,7	344,7	204,3	52,0	75,1	231,9	57,3
III	7,9	10,4	346,1	167,4	71,4	90,9	298,2	353,7	212,4	51,2	75,7	238,8	60,0
IV	11,8	7,7	361,3	174,4	75,0	95,7	312,9	355,3	210,6	51,4	78,3	245,7	52,4
2007 I	9,3	5,3	365,7	174,8	76,7	96,3	312,8	357,8	211,0	52,3	78,7	249,7	46,7
2006 Nov	12,7	6,5	120,3	58,6	25,8	31,3	104,9	116,5	69,3	17,1	26,0	80,9	17,1
Dic	6,4	2,5	122,6	58,5	24,7	33,0	106,2	120,8	71,1	16,9	26,4	83,8	17,4
2007 Ene	12,1	8,3	121,5	58,0	25,3	32,3	104,2	119,7	70,8	18,1	25,8	83,2	16,1
Feb	9,9	7,5	121,7	58,1	25,9	31,9	104,2	120,9	71,6	17,9	26,3	84,4	15,4
Mar	6,6	0,7	122,6	58,8	25,5	32,2	104,4	117,2	68,6	16,3	26,6	82,2	15,2
Abr	11,9	7,6	123,3	.	.	.	.	119,8	.	.	.	.	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,4	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004	9,0	6,5	117,4	115,6	119,9	118,4	117,9	107,8	104,1	109,2	117,4	108,2	105,2
2005	4,9	5,1	123,6	120,1	129,5	123,5	124,2	113,8	107,5	123,7	123,5	116,3	109,9
2006	7,4	5,7	133,2	129,4	136,3	131,1	134,0	120,7	113,8	124,1	131,0	125,4	109,7
2005 IV	5,6	5,4	126,5	123,0	131,9	125,9	127,2	116,9	108,5	133,3	126,8	120,9	111,0
2006 I	10,5	8,5	128,6	125,0	134,2	128,7	128,1	117,1	109,9	124,1	127,1	119,7	105,4
II	5,2	3,8	131,9	127,8	134,8	128,4	132,3	119,1	111,8	124,4	130,8	124,5	106,2
III	5,0	4,5	133,7	130,2	135,3	130,5	135,1	121,8	115,8	123,5	130,5	126,8	115,9
IV	9,1	6,0	138,7	134,7	140,7	136,9	140,5	124,5	117,6	124,5	135,5	130,6	111,5
2007 I	7,7	6,2	139,5	133,7	143,6	136,9	139,6	125,0	117,2	127,3	135,5	131,7	100,6
2006 Nov	9,4	4,5	138,4	135,2	145,4	134,8	141,0	122,3	116,3	123,2	135,3	128,7	112,1
Dic	4,3	1,6	141,0	135,8	138,7	141,2	143,2	126,5	118,3	123,7	136,8	133,7	106,4
2007 Ene	11,2	9,4	139,6	133,3	142,9	137,9	140,1	125,9	118,1	132,9	133,5	131,9	104,0
Feb	7,7	8,2	139,0	132,9	145,5	135,2	139,2	126,5	119,2	129,4	135,3	132,7	100,4
Mar	4,7	1,6	140,0	134,7	142,5	137,5	139,5	122,7	114,2	119,6	137,5	130,5	97,2
Abr	9,3	8,7	140,2	.	.	.	.	125,2	.	.	.	.	.
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,5
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,4
2006	3,5	7,4	103,8	104,5	98,7	106,5	101,8	112,8	123,1	91,4	105,1	101,8	166,8
2005 IV	4,0	9,9	101,8	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,2	104,2	99,9	157,6
2006 I	4,9	12,8	103,4	103,6	99,0	106,3	101,5	112,8	122,4	93,5	105,5	101,5	170,4
II	4,0	10,2	103,4	103,8	98,4	106,8	101,3	113,2	124,0	91,4	104,4	101,1	175,5
III	2,8	5,7	103,8	104,9	98,1	106,3	101,7	113,6	124,4	90,6	105,5	102,3	168,2
IV	2,5	1,6	104,4	105,7	99,2	106,7	102,7	111,6	121,5	90,3	105,1	102,2	153,0
2007 I	1,5	-0,9	105,0	106,8	99,4	107,4	103,3	111,9	122,2	89,8	105,7	103,0	151,1
2006 Nov	3,1	1,9	104,5	106,2	99,0	106,4	102,8	111,7	121,2	90,9	105,0	102,4	148,6
Dic	2,1	0,9	104,5	105,6	99,3	106,8	102,6	112,0	122,3	89,7	105,2	102,2	159,2
2007 Ene	0,9	-1,0	104,6	106,6	98,9	107,1	102,9	111,6	122,0	89,2	105,4	102,7	150,9
Feb	2,0	-0,6	105,2	107,1	99,2	107,9	103,5	112,1	122,2	90,8	106,2	103,6	149,9
Mar	1,7	-1,0	105,3	106,9	100,1	107,1	103,5	112,0	122,3	89,4	105,5	102,6	152,5
Abr	2,4	-1,1	105,7	.	.	.	.	112,3	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (índices de comercio en términos reales y desestacionalización de índices de valor unitario).

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2003	1.056,9	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,2	135,3	59,2	37,9	90,9
2004	1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,2	150,4	64,2	40,4	96,0
2005	1.237,1	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,8
2006	1.379,8	31,1	49,6	214,5	193,7	55,4	76,7	38,6	199,6	53,5	34,4	183,3	76,9	54,3	118,2
2005 IV	321,6	7,5	11,3	51,3	42,5	11,5	17,7	9,5	48,3	11,5	8,5	42,2	19,3	12,5	28,0
2006 I	332,0	7,5	11,6	53,1	44,5	12,5	18,0	9,7	49,6	12,6	8,8	43,4	19,3	13,2	28,2
II	340,4	7,7	12,2	53,3	47,5	13,0	18,4	9,8	49,6	12,8	8,5	45,2	18,9	13,3	30,1
III	346,1	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,5	13,5	8,6	45,9	19,0	13,7	28,6
IV	361,3	8,0	13,0	53,8	52,2	15,6	20,8	9,5	50,9	14,6	8,6	48,8	19,8	14,2	31,4
2007 I	365,7	8,4	13,5	56,2	53,7	15,7	20,5	10,1	49,1	14,2	8,7	48,9	21,2	14,8	30,9
2006 Nov	120,3	2,7	4,3	18,0	17,3	5,3	6,9	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,7
Dic	122,6	2,7	4,4	18,0	17,9	5,1	7,0	3,1	17,7	4,9	2,8	16,5	6,7	4,8	11,2
2007 Ene	121,5	2,8	4,6	18,9	17,8	5,2	7,0	3,5	16,7	4,6	2,9	16,4	7,1	4,9	9,2
Feb	121,7	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,3	4,8	2,9	16,2	7,0	5,0	10,5
Mar	122,6	2,8	4,5	18,5	18,1	5,3	6,7	3,4	16,1	4,7	2,9	16,3	7,1	5,0	11,2
Abr	123,3	.	.	.	.	5,4	6,8	3,3	16,8	4,9	2,9	16,0	7,0	5,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,6
Importaciones (c.i.f.)															
2003	987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,5
2004	1.073,2	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,0	72,8	45,2	74,8
2005	1.223,1	26,3	42,2	152,6	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006	1.391,6	27,4	47,3	165,5	153,6	94,5	62,1	29,1	128,3	143,7	56,5	212,9	109,4	66,0	95,2
2005 IV	328,1	6,6	11,0	39,4	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,1	13,7	52,8	26,3	14,8	23,4
2006 I	337,9	6,7	11,3	41,1	35,2	23,3	15,0	7,1	31,7	33,2	14,1	51,8	26,8	15,5	25,2
II	344,7	6,7	11,5	42,8	37,3	24,4	15,4	7,5	31,7	34,7	14,0	53,4	27,0	16,0	22,5
III	353,7	7,0	12,0	41,3	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	54,8	27,8	16,7	24,9
IV	355,3	6,9	12,5	40,2	41,8	23,1	15,8	7,3	32,8	39,9	14,1	52,8	27,8	17,8	22,7
2007 I	357,8	6,9	12,7	40,2	41,9	23,0	16,7	7,9	33,1	41,7	14,6	51,7	25,7	18,0	23,8
2006 Nov	116,5	2,3	4,0	13,5	13,6	7,7	5,2	2,4	10,4	13,5	4,6	17,5	9,3	5,9	6,5
Dic	120,8	2,4	4,5	13,4	14,2	7,8	5,3	2,5	11,4	13,8	4,7	17,2	9,4	6,2	8,0
2007 Ene	119,7	2,4	4,3	13,5	14,0	7,6	5,5	2,6	11,1	13,7	5,0	17,4	8,8	6,2	7,5
Feb	120,9	2,2	4,2	13,6	13,8	7,7	5,6	2,7	11,3	13,9	4,9	17,9	8,8	6,1	8,3
Mar	117,2	2,3	4,1	13,1	14,0	7,7	5,6	2,7	10,7	14,2	4,7	16,3	8,1	5,7	8,0
Abr	119,8	.	.	.	.	8,0	5,7	2,7	10,8	12,9	4,5	17,4	8,5	5,6	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,1	15,3	7,9	4,7	6,8
Saldo															
2003	69,2	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,8	-6,4	-9,6	-1,8	15,4
2004	69,6	0,4	2,4	60,4	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-51,8	-21,1	-10,6	-8,6	-4,8	21,2
2005	13,9	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,7	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	22,0
2006	-11,8	3,8	2,3	48,9	40,1	-39,1	14,5	9,5	71,3	-90,3	-22,0	-29,6	-32,5	-11,6	23,0
2005 IV	-6,4	0,9	0,4	11,9	8,5	-9,6	2,5	2,8	17,2	-20,5	-5,2	-10,6	-7,0	-2,3	4,6
2006 I	-5,9	0,8	0,3	12,0	9,3	-10,8	3,0	2,6	17,9	-20,5	-5,3	-8,4	-7,5	-2,3	3,0
II	-4,3	1,0	0,8	10,4	10,3	-11,4	3,1	2,3	17,9	-21,9	-5,5	-8,2	-8,0	-2,7	7,6
III	-7,5	0,8	0,7	13,0	10,1	-9,5	3,4	2,3	17,3	-22,6	-5,8	-9,0	-8,8	-3,0	3,7
IV	5,9	1,1	0,5	13,5	10,5	-7,4	5,1	2,2	18,2	-25,3	-5,4	-4,0	-8,1	-3,6	8,7
2007 I	7,9	1,4	0,8	16,0	11,9	-7,3	3,8	2,2	16,0	-27,6	-5,9	-2,8	-4,5	-3,2	7,1
2006 Nov	3,8	0,4	0,3	4,5	3,7	-2,4	1,6	0,9	6,7	-8,5	-1,7	-1,0	-2,6	-1,2	3,2
Dic	1,8	0,3	-0,1	4,6	3,6	-2,7	1,6	0,6	6,3	-8,9	-1,8	-0,7	-2,7	-1,4	3,2
2007 Ene	1,8	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,5	1,5	1,0	5,5	-9,1	-2,1	-1,0	-1,7	-1,3	1,7
Feb	0,7	0,5	0,2	5,1	4,0	-2,5	1,3	0,6	5,0	-9,0	-2,0	-1,7	-1,8	-1,1	2,2
Mar	5,4	0,5	0,4	5,4	4,2	-2,3	1,0	0,7	5,4	-9,4	-1,8	-0,1	-1,0	-0,8	3,2
Abr	3,5	.	.	.	.	-2,7	1,1	0,6	6,0	-8,1	-1,6	-1,5	-1,5	-0,5	.

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	103,1	100,1	103,0	111,2	105,6
2005	103,3	104,1	102,5	100,9	97,9	101,3	109,7	103,7
2006	103,6	104,4	102,9	100,7	95,9	100,1	110,0	103,4
2006 II	103,8	104,6	103,0	100,8	95,9	100,6	110,1	103,6
III	104,5	105,3	103,7	101,4	96,5	100,8	111,2	104,5
IV	104,6	105,3	104,1	101,4	96,3	100,2	111,3	104,3
2007 I	105,5	105,9	104,8	102,2	96,3	100,8	112,0	104,7
II	107,1	107,3	105,9	-	-	-	113,5	105,7
2006 Jun	104,2	105,0	103,3	-	-	-	111,1	104,4
Jul	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
Ago	104,6	105,4	103,7	-	-	-	111,3	104,6
Sep	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
Oct	103,9	104,7	103,4	-	-	-	110,4	103,6
Nov	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
Dic	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,5	104,4	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,5
Mar	106,1	106,5	105,2	-	-	-	112,7	105,2
Abr	107,1	107,4	106,2	-	-	-	113,7	106,0
May	107,3	107,4	106,0	-	-	-	113,6	105,7
Jun	106,9	107,1	105,5	-	-	-	113,1	105,3
% variación sobre mes anterior								
2007 Jun	-0,3	-0,4	-0,5	-	-	-	-0,4	-0,4
% variación sobre año anterior								
2007 Jun	2,6	2,0	2,2	-	-	-	1,8	0,8

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

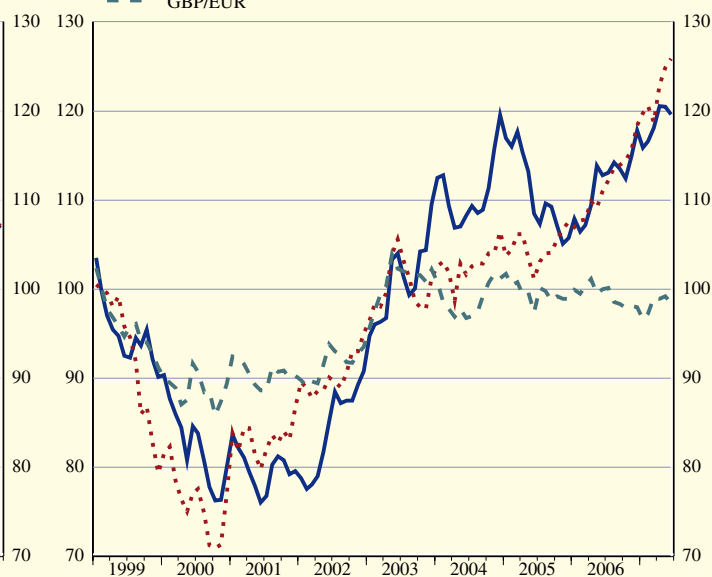
C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won 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 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
II	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1.252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
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
Feb	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1.225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
Mar	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
Abr	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1.257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
May	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1.253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
Jun	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1.245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
	% variación sobre mes anterior											
2007 Jun	-0,1	1,3	-0,8	-0,7	0,8	0,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,4	-1,0	-2,7
	% variación sobre año anterior											
2007 Jun	-0,2	1,0	-1,6	6,1	13,4	6,0	3,1	6,8	2,4	1,4	2,6	-6,9
	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 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	
II	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	
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	
Feb	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823	
Mar	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692	
Abr	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338	
May	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836	
Jun	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Jun	1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,8	0,0	0,7	0,8	0,0	-1,8	
	% variación sobre año anterior											
2007 Jun	0,6	0,0	1,5	0,0	0,0	-8,1	0,0	-5,4	-10,7	0,0	-9,2	
	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 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	
II	10,3476	7,3494	85,82	12.082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029	
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	
Feb	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260	
Mar	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659	
Abr	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362	
May	10,3689	7,3258	85,12	11.927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029	
Jun	10,2415	7,3313	84,26	12.056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728	
	% variación sobre mes anterior											
2007 Jun	-1,2	0,1	-1,0	1,1	0,6	-3,8	-1,8	-0,4	1,4	-2,3	-1,7	
	% variación sobre año anterior											
2007 Jun	1,1	1,0	-10,7	1,7	-0,3	-13,3	-7,9	1,8	8,8	-10,4	-12,5	

Fuente: BCE.

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

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

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
IAPC														
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 III	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
IV	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 I	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
2007 Ene	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
Feb	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
Mar	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
Abr	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
May	4,5	2,4	1,7	5,9	1,9	7,8	5,0	8,4	-1,0	2,3	3,9	1,5	1,2	2,5
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB														
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período														
2006 Dic	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
2007 Ene	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
Feb	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
Mar	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
Abr	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
May	4,26	4,21	4,34	-	4,44	6,03	4,36	6,53	4,61	5,29	7,39	4,40	4,15	5,20
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período														
2006 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	3,87	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
Mar	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
Abr	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
May	4,40	2,77	4,28	4,69	3,99	9,99	4,89	-	4,23	4,44	7,62	4,16	3,57	5,77
PIB real														
2005	6,2	6,5	3,1	10,5	3,9	10,6	7,5	4,1	3,3	3,6	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,4	3,2	11,4	3,8	11,9	7,4	3,9	2,9	6,1	7,6	8,3	4,2	2,8
2006 III	6,7	6,4	2,6	11,3	3,6	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,2	2,9
IV	5,7	6,1	3,0	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,6	6,6	7,6	9,6	4,3	3,0
2007 I	.	6,2	1,8	9,8	3,8	11,2	8,0	2,9	3,5	.	5,8	9,0	3,3	2,9
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	-4,8	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,4
2006	-15,1	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,8	-3,1	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,6
2006 III	-4,4	-5,1	4,2	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,1	5,0	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,8
IV	-24,5	-5,3	1,3	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-2,8	-2,7	-10,7	-7,3	7,4	-3,7
2007 I	.	2,0	-1,7	-17,1	-13,2	-23,7	-12,2	-4,3	.	-2,2	-14,9	0,1	9,4	-4,0
Costes laborales unitarios														
2005	2,4	-0,7	0,9	2,7	1,3	15,2	3,5	3,1	-0,5	0,3	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	1,0	2,4	5,7	0,1	14,0	7,0	.	0,0	.	.	1,2	-0,4	.
2006 III	-	0,8	2,8	5,6	-	-	11,6	-	-0,2	-	-	0,3	0,6	.
IV	-	1,8	4,1	8,3	-	-	10,0	-	0,0	-	-	0,6	0,1	.
2007 I	-	3,7	4,7	14,9	-	-	10,6	-	-0,4	-	-	0,3	4,6	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)														
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,2	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	8,9	7,1	3,9	5,9	4,6	6,9	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2006 III	9,1	7,0	3,7	5,8	4,5	6,7	5,8	7,5	7,2	13,3	7,7	13,0	6,9	5,4
IV	8,2	6,5	3,6	5,6	4,3	6,2	4,8	7,6	6,9	12,3	7,3	12,4	6,4	5,3
2007 I	7,7	5,9	3,4	4,9	4,2	6,3	4,8	7,4	6,6	11,0	7,7	11,3	6,5	5,5
2007 Ene	7,9	6,0	3,3	4,9	4,2	6,4	4,9	7,3	6,7	11,3	7,7	11,4	6,5	5,5
Feb	7,7	5,9	3,4	4,8	4,3	6,3	4,8	7,4	6,6	11,0	7,6	11,3	6,5	5,5
Mar	7,5	5,7	3,4	5,0	4,2	6,1	4,7	7,4	6,6	10,6	7,7	11,1	6,4	5,4
Abr	7,4	5,8	3,3	5,1	4,2	6,0	5,0	7,6	6,4	10,7	7,2	10,8	6,2	.
May	7,2	5,7	3,3	5,2	4,2	5,9	4,9	7,7	6,5	10,5	7,3	10,8	6,2	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

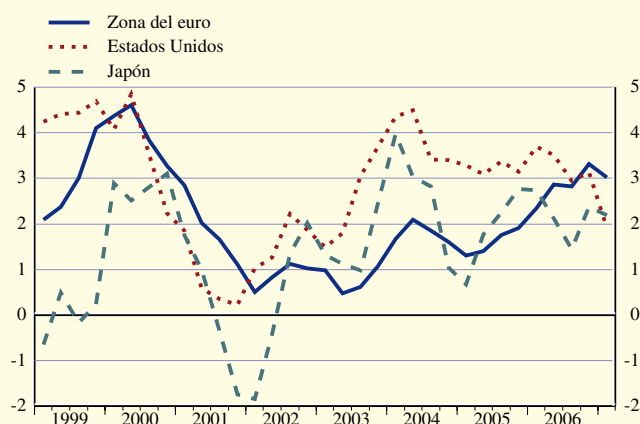
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	0,1	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	-2,3	48,5
2006 II	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,8	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
2006 III	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,6	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
2006 IV	1,9	0,7	3,1	3,6	4,5	4,9	5,37	4,63	1,2887	-1,9	48,5
2007 I	2,4	-0,4	1,9	2,3	4,5	5,3	5,36	4,68	1,3106	-2,6	49,4
2007 II	.	.	.	.	.	.	5,36	4,84	1,3481	.	.
2007 Feb	2,4	-	-	2,3	4,5	5,1	5,36	4,73	1,3074	-	-
2007 Mar	2,8	-	-	2,4	4,4	5,6	5,35	4,56	1,3242	-	-
2007 Abr	2,6	-	-	1,7	4,5	6,1	5,35	4,69	1,3516	-	-
2007 May	2,7	-	-	1,9	4,5	6,3	5,36	4,75	1,3511	-	-
2007 Jun	.	-	-	.	.	.	5,36	5,11	1,3419	-	-
Japón											
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,9	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 II	0,2	-2,4	2,2	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
2006 III	0,6	-2,8	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,4	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,7	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2007 II	.	.	.	.	.	.	0,69	1,74	162,89	.	.
2007 Feb	-0,2	-1,9	-	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
2007 Mar	-0,1	-1,6	-	1,9	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
2007 Abr	0,0	.	-	2,2	3,8	1,1	0,66	1,67	160,68	-	-
2007 May	0,0	.	-	3,7	3,8	1,4	0,67	1,67	163,22	-	-
2007 Jun	.	.	-	.	.	.	0,73	1,89	164,55	-	-

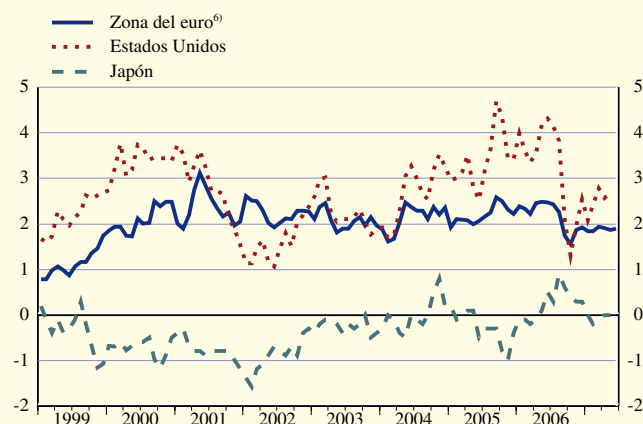
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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 ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

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

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

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

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

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

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

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.int>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 4 de julio de 2007.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados

miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. A partir del 2007 los datos se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada en-

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 «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o

índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

rés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual

por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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

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

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

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

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

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

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

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y

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

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

1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2007/3)⁹ y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la ba-

9 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

lanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral, o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se

recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importacio-

nes, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia, Argentina,

Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2004 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003 y en la página 239 del Informe Anual del BCE del 2004, respectivamente.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad margi-

nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores:

las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%,

respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO 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 4%, 5% y 3%, 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 abril y junio del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.int.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2005», abril 2006.

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Informe de Convergencia», mayo 2006.

«Convergence Report December 2006».

«Informe de Convergencia 2006: Introducción y resumen», diciembre 2006.

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«Hedge funds: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.

«Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.

«La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.

«Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

«Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», julio 2006.

«Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro», julio 2006.

«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.
 «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.
 «Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.
 «Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.
 «Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.
 «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.
 «Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.
- 3 «National central banks and Community public sector procurement legislation: a critical overview», por J. García-Andrade y P. Athanassiou, octubre 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.
- 45 «Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Pierluigi y N. Vidalis, mayo 2006.
- 46 «Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», por F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets, junio 2006.
- 47 «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», por R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, junio 2006.
- 48 «Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries», por el Grupo de Trabajo sobre la Ampliación del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2006.
- 49 «Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem», por U. Bindseil y F. Papadia, agosto 2006.
- 50 «Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market», por M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes y A. Persaud, agosto 2006.
- 51 «Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area», por A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger y T. Westermann, agosto 2006.

- 52 «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», por F. F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, octubre 2006.
- 53 «Labour productivity developments in the euro area», por R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, octubre 2006.
- 54 «Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment», por V. Damia y C. Picón Aguilar, noviembre 2006.
- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por Juan Angel Garcia y Adrian Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, No. 4, abril 2006 (sólo Internet).
 Research Bulletin, No. 5, diciembre 2006.
 Research Bulletin, No. 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 745 «Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?», por S. Manganelli y G. Wolswijk, abril 2007.
- 746 «U.S. evolving macroeconomic dynamics: a structural investigation», por L. Benati y H. Mumtaz, abril 2007.
- 747 «Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model», por G. Coenen, P. McAdam y R. Straub, abril 2007.
- 748 «Financial dollarisation: the role of banks and interest rates», por H. S. Basso, O. Calvo-Gonzalez y M. Jurgilas, mayo 2007.
- 749 «Excess money growth and inflation dynamics», por B. Roffia y A. Zaghini, mayo 2007.
- 750 «Long-run macroeconomic relations in the global economy», por S. Dees, S. Holly, M. H. Pesaran y L. V. Smith, mayo 2007.
- 751 «A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP», por M. Bańbura y G. Rünstler, mayo 2007.
- 752 «Econometric analyses with backdated data: unified Germany and the euro area», por E. Angelini y M. Marcellino, mayo 2007.

- 753 «Trade credit defaults and liquidity provision by firms», por F. Boissay y R. Gropp, mayo 2007.
- 754 «Euro area inflation persistence in an estimated nonlinear DSGE model», por G. Amisano y O. Tristani, mayo 2007.
- 755 «Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area», por J. Jalava e I. K. Kavonius, mayo 2007.
- 756 «Maintaining low inflation: money, interest rates and policy stance», por S. Reynard, mayo 2007.
- 757 «The cyclicalities of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area», por A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, mayo 2007.
- 758 «Red tape and delayed entry», por A. Ciccone y E. Papaioannou, junio 2007.
- 759 «Linear-quadratic approximation, external habit and targeting rules», por P. Levine, J. G. Pearlman y R. Pierse, junio 2007.
- 760 «Modelling intra- and extra-area trade substitution and exchange rate pass-through in the euro area», por A. Dieppe y T. Warmedinger, junio 2007.
- 761 «External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment», por P. Engler, M. Fidora y C. Thimann, junio 2007.
- 762 «Patterns of current account adjustment: insights from past experience», por B. Algeri y T. Bracke, junio 2007.
- 763 «Short- and long-run tax elasticities: the case of the Netherlands», por G. Wolswijk, junio 2007.
- 764 «Robust monetary policy with imperfect knowledge», por A. Orphanides y J. C. Williams, junio 2007.
- 765 «Sequential optimisation, front-loaded information, and US consumption», por A. Willman, junio 2007.
- 766 «How and when do markets tip? Lessons from the Battle of the Bund», por E. Cantillon y P. L. Yin, junio 2007.
- 767 «Explaining monetary policy in press conferences», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, junio 2007.
- 768 «A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area», por M. van Leuvensteijn, J. A. Bikker, A. A.R.J.M. van Rixtel y C. Kok Sørensen, junio 2007.
- 769 «The ‘Great Moderation’ in the United Kingdom» por L. Benati, junio 2007.
- 770 «Welfare implications of Calvo vs. Rotemberg pricing assumptions» por G. Lombardo y D. Vestin, junio 2007.
- 771 «Policy rate decisions and unbiased parameter estimation in typical monetary policy rules» por J. Podpiera, junio 2007.
- 772 «Can adjustment costs explain the variability and counter-cyclicality of the labour share at the firm and aggregate level?» por P. Vermeulen, junio 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey 2005», enero 2006.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.
- «Hacia una zona única de pagos para el euro: objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006 (sólo en Internet, excepto la versión inglesa).
- «Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006 (sólo en Internet).
- «National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006 (sólo en Internet).

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.

«Estadísticas del BCE: Panorámica general», abril 2006.

«TARGET Annual Report 2005», mayo 2006.

«Financial Stability Review», junio 2006.

«Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)», junio 2006 (sólo en Internet).

«Communication on TARGET2», julio 2006 (sólo en Internet).

«Government Finance Statistics Guide», agosto 2006.

«Régimen transitorio para la aplicación del marco para el reciclaje de billetes en los nuevos Estados miembros participantes», agosto 2006.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», septiembre 2006.

«Differences in MFI interest rates across euro area countries», septiembre 2006.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2006.

«Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries», octubre 2006 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2006.

«EU banking sector stability», noviembre 2006.

«The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics», noviembre 2006.

«Third progress report on TARGET2», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«La opinión del Eurosistema sobre una “SEPA para las tarjetas”», noviembre 2006 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2006.

«The European Central Bank - History, role and functions», segunda edición revisada, diciembre 2006.

«Assessment of accounting standards from a financial stability perspective», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Research Bulletin No 5», diciembre 2006.

«Ampliación del período de transición establecido en el marco para el reciclaje de billetes del BCE en seis países de la zona del euro», diciembre 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data (Blue Book)», diciembre 2006.

«Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», diciembre 2006 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», enero 2007.

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report», febrero 2007.

«List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.

«Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.

«Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.

«Financial integration in Europe», marzo 2007.

«TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.
«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
«Review of the international role of the euro», junio 2007.
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
«Financial Stability Review», junio 2007.
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
«Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area», junio 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 indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-24, integrado por los 14 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-44, compuesto por el TCE-24 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.