



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2006

**02 | 2006**

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

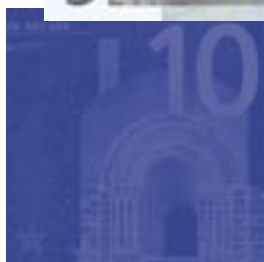
**BOLETÍN MENSUAL  
FEBRERO**

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 2006

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

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística  
para elaborar este Boletín se ha cerrado  
el 1 de febrero de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	36
Producto, demanda y mercado de trabajo	48
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	53
<b>Recuadros</b>	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006	18
2 ¿El aplanamiento de la curva de rendimientos de Estados Unidos es indicativo de un menor crecimiento en el futuro?	29
3 Transmisión de los precios de la energía en los mercados internacionales a los componentes energéticos del IAPC de la zona del euro	38
4 Expectativas del sector privado para la zona del euro. Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2006	45
<b>ARTÍCULOS</b>	
Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro	59
Políticas presupuestarias y mercados financieros	77
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005</b>	<b>III</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>IX</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes ( <i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i> )
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo ( <i>Free on board at the exporter's border</i> )
HWWA	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
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 2 de febrero de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que los datos más recientes proporcionados por el análisis económico avalan en general su valoración de las perspectivas para la evolución de los precios y para la economía de la zona del euro, así como que el crecimiento monetario y del crédito sigue siendo intenso y la liquidez abundante. En este contexto, el Consejo de Gobierno adoptará una actitud vigilante con el fin de garantizar que las expectativas de inflación a largo plazo estén firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios. Esta actitud vigilante se justifica, además, por el nivel de los tipos de interés reales y nominales, en mínimos históricamente bajos en todos los plazos, y por la orientación en conjunto acomodaticia de la política monetaria. Para que la política monetaria contribuya de forma continuada a favorecer el crecimiento y el empleo en la zona del euro, las expectativas de inflación han de estar firmemente ancladas.

Por lo que se refiere al análisis económico, los datos más recientes siguen corroborando el escenario de actividad económica incorporado en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre del 2005. Por tanto, la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de crecimiento para la zona del euro se ha visto confirmada en líneas generales. La actividad económica inició una mejora más generalizada en el último semestre del 2005 y, según los indicadores y los resultados de las encuestas más recientes, se observa que este proceso, fundamentalmente, ha proseguido, teniendo en cuenta el grado de volatilidad habitual de las tasas de crecimiento intertrimestrales. De cara al futuro, se siguen dando las condiciones para que el crecimiento económico continúe en los próximos trimestres. El entorno exterior es favorable, sirviendo de respaldo para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión se mantenga elevada, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de

los balances y del incremento acumulado y actual de los beneficios y de la eficiencia empresariales. El crecimiento del consumo debería también fortalecerse con el tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo mejore gradualmente. Estas perspectivas para la actividad económica se ven asimismo confirmadas por las previsiones disponibles.

Los riesgos a la baja para el crecimiento económico, relacionados en especial con los precios del petróleo, persistentemente elevados y volátiles, y con la preocupación existente en cuanto a los desequilibrios mundiales, aún predominan en el entorno exterior.

En lo relativo a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió hasta el 2,2% en diciembre, frente al 2,3% registrado en noviembre y al 2,5% en octubre. A corto plazo, es posible que la tasa de inflación interanual vuelva a aumentar ligeramente, como consecuencia, en particular, de nuevas subidas de los precios de la energía y de diversos efectos base. A más largo plazo, los efectos indirectos de anteriores incrementos de los precios del petróleo sobre otros componentes del índice de precios podrían materializarse de forma gradual, y cabe esperar que las modificaciones anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos produzcan un efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC. Al mismo tiempo, la evolución de los salarios se ha mantenido moderada durante los últimos trimestres y se considera que seguirá siéndolo por el momento, como reflejo en especial de la presión de la competencia mundial. En conjunto, la información de que se dispone actualmente resulta en general acorde con el escenario reflejado en las proyecciones de inflación medida por el IAPC elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre del 2005 para este año y el próximo.

Los riesgos para estas perspectivas sobre la evolución de los precios continúan siendo al alza e incluyen nuevas subidas de los precios del petróleo, su transmisión a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, aumentos adicio-



nales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, aún más importante, los efectos secundarios que pudieran derivarse de la fijación de precios y salarios. Resulta por tanto crucial que los interlocutores sociales sigan asumiendo sus responsabilidades también en el contexto de un entorno económico más favorable.

En cuanto al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3, aunque se moderó nuevamente en diciembre, se mantiene elevada. Esta moderación se explica en parte porque parece haberse reanudado el proceso de reversión de posiciones respecto a los anteriores desplazamientos de cartera, que se refleja como un descenso en las cifras de crecimiento de M3. Sin embargo, la tasa tendencial de expansión monetaria sigue siendo elevada, como reflejo del estímulo que supone el reducido nivel actual de los tipos de interés. En especial, el crecimiento de los componentes más líquidos de M3 continúa siendo muy vigoroso y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se ha incrementado adicionalmente. La especial intensidad del endeudamiento hipotecario hace que sea necesario llevar a cabo un seguimiento atento de la evolución del mercado de la vivienda. En conjunto, el fuerte crecimiento monetario y del crédito en un entorno ya de amplia liquidez en la zona del euro apunta riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, el análisis económico sugiere que puede esperarse que los efectos indirectos derivados de anteriores subidas de los precios del petróleo y de las modificaciones ya anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos tengan un efecto alcista sobre la inflación interanual medida por el IAPC en los próximos años. Este análisis también indica que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen apuntando al alza. El contraste del resultado del análisis económico con el del análisis monetario avala la adopción de una actitud vigilante con el fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo no se materialicen. De hecho, resulta esencial que esos riesgos no afecten a las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, que han de permanecer firmemente

ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo cual constituye un requisito previo para que la política monetaria contribuya de forma continuada al crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo.

En relación con la política fiscal, la información reciente apunta unos resultados ligeramente mejores de lo esperado en varios países y en el conjunto de la zona del euro para el 2005. Con la mejora del crecimiento económico, un saneamiento presupuestario decidido cobra aún mayor importancia. En particular, los países con déficit excesivos deben aprovechar esta oportunidad para reducir los desequilibrios fiscales de forma decidida y sostenible, lo cual supondría un gran apoyo al marco de las finanzas públicas europeas como se establece en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El retraso en el saneamiento presupuestario resultaría inadecuado a corto plazo y arriesgado a largo plazo. Los esfuerzos de ajuste deberían basarse en medidas creíbles y muy concretas, como parte de un programa de saneamiento global. Todos los beneficios extraordinarios procedentes de un crecimiento mayor de lo previsto o de otros factores deberían utilizarse para reducir más rápidamente el déficit. Ello ayudaría a evitar que se repitiesen situaciones pasadas, en las que la autocomplacencia en períodos de bonanza contribuyó a la persistencia de los desequilibrios presupuestarios.

Con respecto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno debatió sobre una serie de cuestiones relativas al sector servicios en la zona del euro. Las actividades relacionadas con los servicios constituyen un factor importante para otros sectores de la economía y representan una parte sustancial y en aumento del valor añadido y del empleo de la zona del euro, suponiendo, en ambos casos, en torno al 70% en los últimos años. Dada la importancia creciente del papel que desempeña el sector servicios, la necesidad de garantizar un mercado interior de servicios plenamente integrado en la Unión Europea se considera una prioridad en la agenda política europea. Las reformas estructurales dirigidas a aumentar la competencia de los mercados de servicios, tanto de la Unión Europea como internacionales, permitirían a las empresas beneficiarse de las economías de escala y cabría esperar que incremen-

tasen la eficiencia de la economía. Todo ello favorecería un nivel superior y un mayor crecimiento de la tasa de productividad laboral en el sector servicios, promovería una economía más dinámica y crearía más empleo. Asimismo, una mayor competencia de los mercados de servicios debería tener un efecto moderador sobre los precios y contribuiría a la reducción de la rigidez de los precios en algunos ámbitos del sector servicios. En general, la apertura del sector servicios a nuevos participantes tendería a fomentar en este sector unos mercados más eficientes y flexibles, facilitaría los procesos de ajuste y aumentaría la resistencia de la zona del euro a las perturbaciones económicas, favoreciendo el crecimiento económico y el empleo a largo plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro, examinando los factores que determinan la evolución de los mismos y evaluando la actual situación del mercado inmobiliario. El segundo artículo aborda el papel de los mercados financieros como estímulo de la disciplina presupuestaria. Expone los principales canales a través de los que las políticas presupuestarias pueden afectar a los diferenciales de la deuda pública en la zona de la moneda única y revisa extensamente los factores distintos de los presupuestarios que pueden explicar el reducido nivel de estos diferenciales.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Hacia finales del 2005, la economía mundial continuó su expansión a un ritmo relativamente vigoroso y las presiones inflacionistas mostraron, en general, un retroceso. Si bien las perspectivas del entorno exterior y de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo positivas, el reciente repunte de los precios del crudo, en gran medida como respuesta a las tensiones geopolíticas, pone de relieve los persistentes riesgos que plantean los mercados de materias primas para la actividad económica mundial y los precios.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En el segundo semestre del 2005, la economía mundial continuó su expansión a un ritmo relativamente vigoroso. La actividad industrial mundial recuperó cierto impulso, tras un período de crecimiento decreciente entre mediados del 2004 y mediados del 2005. En octubre, la producción industrial de los países de la OCDE creció a una tasa interanual del 2,4%, manteniendo así la progresiva tendencia ascendente observada desde mayo. Más recientemente, los datos de las encuestas sugieren que la actividad económica mundial se mantuvo bastante sólida hasta diciembre.

Las presiones inflacionistas se suavizaron, en general, hacia finales del año. En lo que respecta a los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,6% en noviembre, tras registrar un máximo del 3,3% en septiembre. Excluidos los alimentos y la energía, aumentó ligeramente hasta el 1,9% en noviembre (gráfico 1).

A juzgar por la evidencia de las encuestas, las presiones de precios de los bienes intermedios siguieron moderándose en diciembre, tanto en las manufacturas como en el sector servicios.

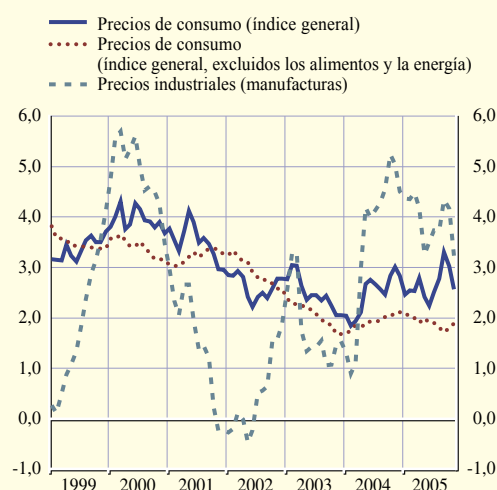
### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica se moderó en el cuarto trimestre tras registrar una sólida expansión en los tres primeros trimestres del 2005. Según las primeras estimaciones, el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,1% en el cuarto trimestre, tras un aumento del 4,1% en el tercero. Ello se debió, principalmente, a una contracción del consumo personal (atribuible, sobre todo, a una caída en las ventas de vehículos de motor), a una aceleración de las importaciones, a una reducción del gasto del gobierno federal y a la desaceleración de la inversión en bienes de equipo y *software* y de la inversión fija en vivienda residencial, que se compensaron en parte con un repunte de la inversión privada en existencias. No obstante, el crecimiento interanual del PIB siguió siendo vigoroso en el 2005 y se situó en un 3,5%.

La inflación interanual se redujo ligeramente hasta el 3,4%, en tasa interanual, en diciembre, ya que los precios de la energía siguieron bajando, mientras que la inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó levemente hasta el 2,2%. Si bien actualmente las expectativas inflacionistas parecen estar bien contenidas y los aumentos salariales siguen siendo moderados, la creciente utilización de la capacidad productiva y la posible escasez de mano de obra podrían in-

Gráfico 1 Evolución de los precios en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

tensificar en el futuro las presiones de precios, especialmente si se combinasen con nuevas subidas de los precios de la energía.

En conjunto, las perspectivas de crecimiento del PIB real siguen siendo positivas. La desaceleración prevista del gasto de los hogares, unida al debilitamiento del mercado de la vivienda, probablemente se compensarán, en parte, con la favorable evolución del gasto en inversión.

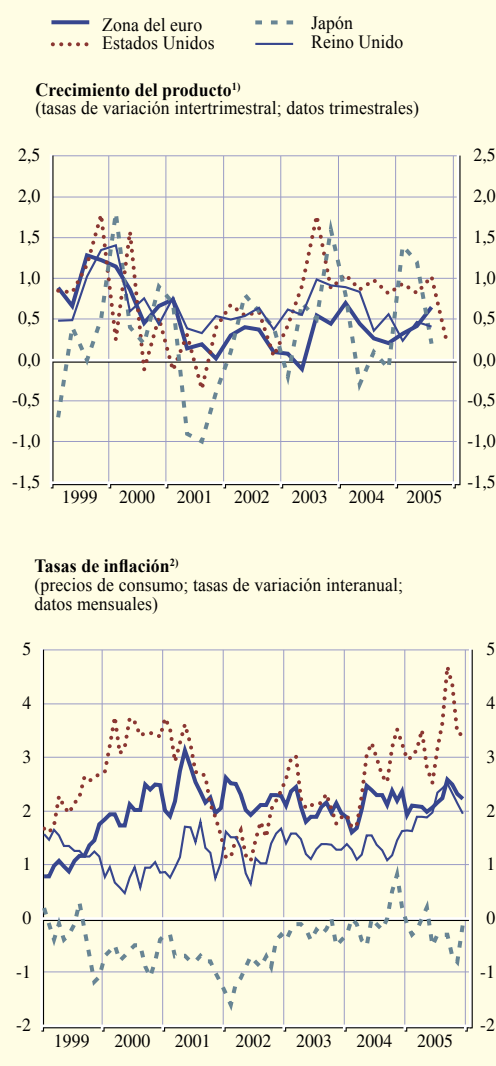
Por lo que respecta a la política monetaria, en su reunión de 31 de enero de 2006, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar, por decimocuarta vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,5%. En el comunicado emitido al término de la reunión, el Comité señalaba que «quizá sea necesario seguir ajustando al alza de forma moderada la política monetaria».

## JAPÓN

En Japón la economía continúa recuperándose gradualmente al tiempo que se reduce la inflación medida por los precios de consumo. Diversas encuestas e indicadores económicos apuntan a una evolución más favorable de las condiciones cíclicas y a una mejora de la confianza de los consumidores. En sintonía con estos indicadores, la producción industrial y las exportaciones han cobrado impulso en los últimos meses. La mejora de la confianza empresarial también se ha visto acompañada por una evolución favorable de la actitud de los consumidores. En diciembre, la confianza de los consumidores mantuvo su tendencia al alza, alcanzando el nivel más alto de los últimos diez años. Esta recuperación refleja las mejoras graduales que se están produciendo actualmente en la percepción sobre el empleo y la renta. De cara al futuro, se espera que la economía japonesa continúe su progresiva recuperación, respaldada por la solidez de la demanda interna y el renovado vigor de las exportaciones.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, en diciembre la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, siguió siendo ligeramente positiva (+0,1%) por segundo mes consecutivo, mientras que el IPC general descendió ligeramente (-0,1% en tasa interanual). Los precios industriales, medidos por el índice de los bienes internos adquiridos por las empresas, aumentaron en diciembre un 2,2% en tasa interanual. Las cifras provisionales indican que, para el conjunto del año 2005, este índice registró un incremento interanual del 1,7%, frente al 1,3% observado en el 2004. Este repunte de

**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.

la inflación medida por los precios industriales refleja, principalmente, las significativas subidas de los precios de los productos básicos y de las materias primas industriales registradas el pasado año.

En su reunión de 20 de enero de 2006, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor en un intervalo de 30 billones a 35 billones de yenes. Al mismo tiempo, reiteró que cuando la demanda de liquidez sea excepcionalmente baja, debido a factores técnicos, podría permitirse una reducción de dichos saldos por debajo del umbral inferior del intervalo establecido como objetivo.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido parece haberse producido una moderada recuperación del crecimiento económico en el último trimestre del 2005. Según estimaciones provisionales, el PIB aumentó un 0,6% en tasa intertrimestral, impulsado principalmente por el sector servicios. En los tres meses transcurridos hasta diciembre, las ventas del comercio al por menor crecieron un 1,6% en comparación con el trimestre anterior, de lo que se deduce que el consumo privado se está fortaleciendo. Esta positiva evolución ha de contemplarse en el contexto de una situación menos favorable del mercado de trabajo, caracterizada por un repunte del desempleo y una moderación de los salarios medios (excluidos los componentes salariales variables). Se estima que el crecimiento de las exportaciones ha aumentado en el último trimestre del 2005, lo que se ha traducido en una contribución positiva de la demanda exterior neta durante ese período. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mantendrá más o menos el mismo ritmo de crecimiento que en el último trimestre del 2005.

En diciembre, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo hasta el 2%, debido principalmente a una caída en los precios del transporte. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales, medidos por el índice Halifax de precios de la vivienda, aumentó hasta el 5,5%, lo que indica una actividad más intensa en el mercado de la vivienda.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto repuntó o siguió siendo, en general, vigoroso en el tercer trimestre del pasado año. Los indicadores a corto plazo también sugieren que las favorables condiciones de la demanda interna y el positivo comportamiento de las exportaciones se mantuvieron en el cuarto trimestre. La inflación medida por el IAPC se redujo aún más en diciembre en la mayoría de los países al suavizarse las presiones creadas por el alza de los precios de la energía.

En Dinamarca y Suecia, el crecimiento del PIB real se afianzó en el tercer trimestre (alcanzándose tasas intertrimestrales del 1,4% y del 1%, respectivamente), mientras que los datos disponibles sobre la actividad económica correspondientes al cuarto trimestre siguieron siendo favorables. Aunque la inflación repuntó ligeramente en diciembre (hasta el 2,2% en Dinamarca y el 1,3% en Suecia), la intensa competencia en el sector del comercio al por menor, la moderación de los incrementos salariales y el fuerte crecimiento de la productividad deberían seguir ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación.

En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE continuó el sólido crecimiento del producto en el tercer trimestre: las exportaciones siguieron siendo favorables y se fortaleció la demanda interna. Los indicadores a corto plazo sugieren que el crecimiento del producto también fue vigoroso en el cuarto trimestre. La inflación interanual, medida por el IAPC, volvió a reducirse en diciembre en la República Checa y Polonia (hasta el 1,9% y el 0,8%, respectivamente), principalmente como consecuencia de la atenuación de las presiones de los precios de la energía y de la apreciación de la moneda. En Hungría, la inflación, medida por el IAPC, se mantuvo estable en el 3,3% en diciembre.



## ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, el producto continuó registrando una rápida expansión a finales del 2005. Tanto la demanda interna como las exportaciones siguieron siendo muy vigorosas en la mayoría de las economías de la región. En diciembre, las presiones inflacionistas fueron, en general, bastante moderadas, si bien aumentó la dispersión entre unos países y otros, debido a las diferencias en la forma en que se trasladó el alza de los precios del crudo a la inflación de precios de consumo.

En China, la economía siguió creciendo con rapidez, impulsada cada vez más por la demanda interna, mientras que las exportaciones experimentaron una desaceleración. En el último trimestre del 2005, el PIB real aumentó un 9,9% en tasa interanual. Teniendo en cuenta las revisiones al alza de los tres primeros trimestres, el crecimiento del PIB real fue del 9,9% en el 2005. En diciembre, las ventas del comercio al por menor y la producción industrial continuaron creciendo vigorosamente, registrándose aumentos interanuales del 12,5% y del 16,5%, respectivamente. Las presiones inflacionistas siguieron siendo más bien moderadas, observándose un ligero incremento de la inflación interanual medida por el IPC, que ascendió al 1,6% en diciembre. En el 2005, la inflación medida por el IPC se situó en un 1,8%, frente al 3,9% registrado en el 2004. En Corea, el crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 5,2% en el cuarto trimestre del 2005 desde el 4,5% observado en el tercer trimestre.

Las perspectivas económicas de Asia, excluido Japón, siguen siendo favorables, respaldadas por la solidez de la demanda interna y una mejora en la evolución de las exportaciones. No obstante, el creciente exceso de capacidad productiva en varios sectores de la industria china, como la siderurgia y el automóvil, constituye un riesgo en potencia para la economía de este país. Al mismo tiempo, los precios del crudo siguen suponiendo un importante riesgo a la baja para las favorables perspectivas de la región.

## AMÉRICA LATINA

En América Latina, los indicadores recientes sugieren que se mantiene la diferenciación en el ritmo de actividad económica en las principales economías. En Brasil, la producción industrial siguió caracterizándose por la atonía, con un crecimiento interanual de sólo un 0,6% en noviembre del 2005. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió bajando hasta el 5,7% en diciembre. En estas circunstancias, el banco central, en su reunión de 18 de enero, decidió rebajar, por quinta vez consecutiva, el principal tipo de interés de referencia en 75 puntos básicos, hasta el 17,25%. En México, la producción industrial continuó recuperándose, creciendo un 3,1% en tasa interanual en noviembre. También en este caso, el banco central rebajó el principal tipo de interés de referencia en 50 puntos básicos, para situarlo en el 7,75% en su reunión de 27 de enero, indicando que, en el futuro, el margen de maniobra para nuevas bajadas de tipos sería limitado. En Argentina, el crecimiento económico continuó siendo, sorprendentemente, al alza, registrando el indicador adelantado sobre la actividad económica (EMAE) un crecimiento interanual del 9,1% en noviembre. La inflación interanual medida por el IPC mantuvo la trayectoria ascendente, situándose en el 12,3% en diciembre. Las perspectivas económicas del conjunto de la región continúan siendo favorables a corto plazo, ya que se espera una recuperación de la demanda interna en Brasil y México y que, en Argentina, el crecimiento siga siendo vigoroso, pese a que se prevé una ligera moderación.

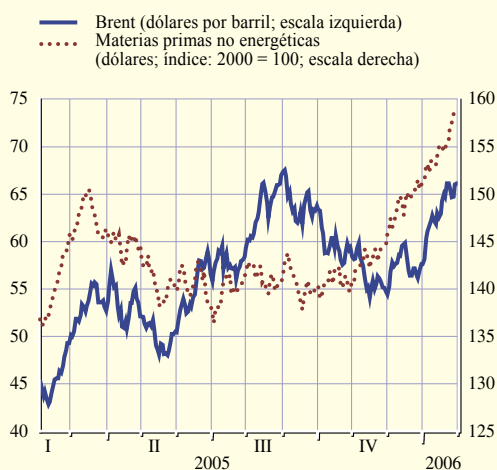
## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del crudo volvieron a subir en enero, alcanzando el precio del Brent la cifra de 66,1 dólares estadounidenses el barril el 1 de febrero de 2006, es decir un 14% por encima del nivel registrado a principios de año y sólo un 2% por debajo de los máximos observados inmediatamente después de los huracanes que azotaron el Golfo de México a primeros de septiembre del 2005. Tras el relativo debilitamiento de la demanda de crudo en el segundo semestre del 2005, la Agencia Internacional de

la Energía prevé un repunte en el 2006, que continuará respaldando los precios. Aunque la oferta mundial de petróleo aumentó hacia finales del pasado año, ello no ha afectado a los precios, ya que a los participantes en los mercados les ha preocupado más la seguridad de los suministros futuros tras la intensificación de las tensiones geopolíticas. Es probable que, como consecuencia de la limitada capacidad excedente a lo largo de todo el proceso de producción y, por lo tanto, de la elevada sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, los precios del crudo sigan siendo relativamente altos y volátiles a corto plazo.

Los precios de las materias primas no energéticas también han subido considerablemente en los últimos meses al haberse incrementado tanto los precios de las materias primas industriales como los de los alimentos. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en enero aproximadamente un 14% por encima del nivel observado un año antes.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En conjunto, las perspectivas del entorno exterior, y por consiguiente, de la demanda exterior de la zona del euro, siguen siendo positivas. La relativa solidez de los beneficios y las favorables condiciones de financiación, combinadas con la mejora estructural de la situación patrimonial de las empresas en varios países debería favorecer en particular al gasto en inversión de las empresas.

En consonancia con esta evaluación, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE volvió a aumentar en noviembre, manteniendo así la trayectoria ascendente observada desde mediados del 2005. Entre las principales economías, los incrementos más pronunciados se registraron en Japón, Canadá y Estados Unidos; en este último caso, el índice muestra una total recuperación tras el debilitamiento transitorio experimentado como consecuencia de los huracanes.

El renovado aumento de los precios del crudo hasta niveles próximos a los máximos históricos de septiembre del 2005, como consecuencia en gran medida de la intensificación de las tensiones geopolíticas, junto con las recientes presiones al alza sobre los precios de las materias primas no energéticas, pone de relieve el riesgo permanente que, para la economía mundial, representan los mercados de productos básicos. Además, la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos a nivel internacional sigue planteando un riesgo importante para la economía mundial.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Aunque el crecimiento interanual de M3 continuó siendo pronunciado en diciembre del 2005, situándose en el 7,3%, se moderó levemente, siendo todavía evidentes las señales de reanudación del cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera observadas en octubre. La evolución monetaria y del crédito también se mantuvo vigorosa, y los reducidos tipos de interés vigentes siguieron siendo el principal factor impulsor de la expansión monetaria. El intenso crecimiento actual del dinero y del crédito, en un entorno de abundancia de liquidez, de fortalecimiento de la confianza y de recuperación económica, apunta a un aumento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, esta trayectoria conlleva la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 7,3% en diciembre del 2005, desde el 7,6% de noviembre. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 7,6% en el período comprendido entre octubre y diciembre del 2005, frente al 8% del período transcurrido entre septiembre y noviembre (véase gráfico 4). La evolución a más corto plazo de M3, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, también siguió moderándose, aunque el incremento intermensual del 0,5% registrado en diciembre constituyó una mejora con respecto al muy reducido crecimiento intermensual observado en octubre y noviembre.

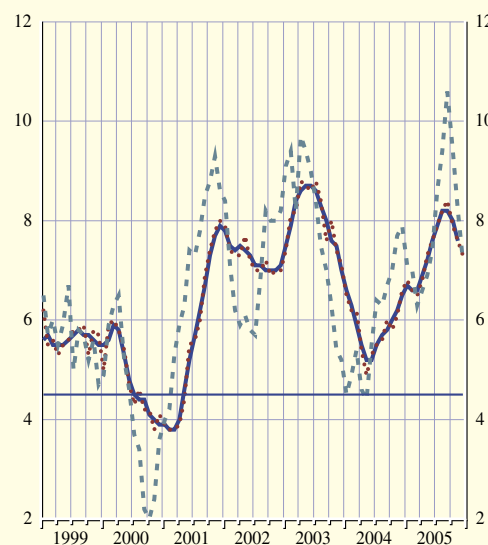
A pesar de los descensos observados recientemente, el crecimiento interanual de M3 se mantuvo elevado. Además, los datos de diciembre continúan sugiriendo que los reducidos tipos de interés actuales siguieron siendo el principal factor impulsor del intenso crecimiento de este agregado. Esta valoración se ve confirmada por la persistente y destacada contribución del agregado monetario estrecho M1 a la tasa de crecimiento interanual de M3, así como por el nuevo aumento de la ya pronunciada demanda de préstamos de las IFM por parte del sector privado. Al mismo tiempo, los datos de diciembre indican que siguieron siendo evidentes las señales de reanudación del cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera observadas por primera vez en octubre. Este cambio de signo, registrado en el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004, podría tener un efecto moderador en el crecimiento de M3, lo que hace que la serie de M3 oficial no refleje suficientemente el ritmo de expansión monetaria<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Enfoques para identificar y estimar los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado», en el Boletín Mensual de enero del 2005.

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

La liquidez de la zona del euro continúa siendo abundante, como consecuencia del pronunciado crecimiento de M3 en los últimos trimestres. El intenso crecimiento del dinero y del crédito en una situación de liquidez holgada conlleva riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo si una parte considerable de esta liquidez se transformara en dinero para transacciones en un entorno de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real. Además, esta expansión también hace que sea necesario realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, ya que existe la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en diciembre se debe, fundamentalmente, a la menor contribución de los instrumentos negociables, mientras que los componentes más líquidos, principalmente, los depósitos a la vista, registraron un acusado crecimiento. En consecuencia, la contribución de M1 al crecimiento interanual de M3 aumentó de nuevo, y siguió siendo, con diferencia, el principal factor impulsor de la evolución del agregado monetario amplio M3. El pronunciado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista compensó con creces la persistente y progresiva disminución de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a reducirse moderadamente en diciembre (véase cuadro 1). No obstante, en general, la demanda de depósitos a corto plazo continuó siendo elevada, como consecuencia del reducido coste de oportunidad de mantener esta clase de activos en un entorno de tipos de interés reducidos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 descendió considerablemente en diciembre, debido, en gran parte, a la caída de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, que se tornó negativa por primera vez desde la introducción del euro. El hecho de que la evolución de estas participaciones, que los hogares y las empresas mantienen con el fin de «aparcar» liquidez en épocas de mayor incertidumbre, haya registrado una creciente moderación en los últimos meses, confirma la opinión de que el cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera puede haberse reanudado.

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Nov	2005 Dic
<b>M1</b>	<b>48,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,3</b>
Efectivo en circulación	7,3	18,0	17,3	16,0	14,8	14,6	13,7
Depósitos a la vista	41,1	8,2	8,5	10,4	10,2	9,7	10,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,5	4,5	5,0	5,5	5,9	5,9	5,3
Depósitos a plazo hasta dos años	15,7	0,5	2,6	4,5	6,6	6,7	6,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,8	7,1	6,6	6,0	5,3	5,2	4,2
<b>M2</b>	<b>86,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	4,0	4,4	5,6	3,8	3,8	0,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		3,4	2,2	1,2	2,7	3,4	4,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,3	-0,7	-0,9	0,4	-0,2	2,0
Crédito al sector privado		7,3	7,8	8,6	9,4	9,4	9,5
Préstamos al sector privado		7,3	7,6	8,4	8,9	9,0	9,1
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que el sector privado mantiene en las IFM (excluido el Eurosistema), la mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor, descendió de nuevo en diciembre. La caída de la tasa de crecimiento de esta agregación de activos perceptible desde septiembre es atribuible, en gran medida, a la menor contribución de los intermediarios financieros distintos de las IFM, lo que sugiere que la anterior trayectoria alcista registrada en este sector fue de carácter temporal. En diciembre también se observó una disminución de la contribución de las sociedades no financieras, mientras que continuó la tendencia al alza de la contribución de los hogares.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado aumentó de nuevo en diciembre, hasta el 9,1%, desde el 9% de noviembre. Este incremento fue prácticamente generalizado en todos los sectores privados no financieros. Aunque, en general, los criterios de aprobación del crédito prácticamente no se modificaron (véase el Recuadro 1 para conocer los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2006), la demanda de préstamos se sustentó en el impacto favorable de los reducidos tipos de interés, y, posiblemente, en un aumento de la confianza en algunos sectores de la economía.

La evolución de los préstamos de las IFM a los hogares siguió estando impulsada, fundamentalmente, por el dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 11,5% en diciembre, frente al 11,1% de noviembre (véase cuadro 2). El fuerte endeudamiento para adquisición de vivienda es reflejo de los reducidos tipos de interés hipotecarios en la zona del euro en su conjunto, y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. El crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que se ha fortalecido desde principios del 2004, se incrementó de nuevo en diciembre, debido, principalmente, al aumento de la demanda de préstamos hasta un año.

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) cayó hasta el 8,8% en diciembre, desde el

**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Nov	2005 Dic
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>
Hasta un año	30,5	3,2	4,6	5,7	5,3	4,8	5,9
De uno a cinco años	17,4	6,7	6,5	6,4	8,0	8,3	8,6
Más de cinco años	52,2	6,9	7,0	7,9	8,6	8,9	9,1
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,2	6,4	6,7	6,9	7,7	8,1	7,5
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	69,6	10,1	10,2	10,7	11,1	11,1	11,5
Otras finalidades	17,2	2,2	2,1	2,2	2,9	3,0	2,8
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>23,0</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>29,3</b>	<b>37,3</b>	<b>30,7</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,3</b>

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.



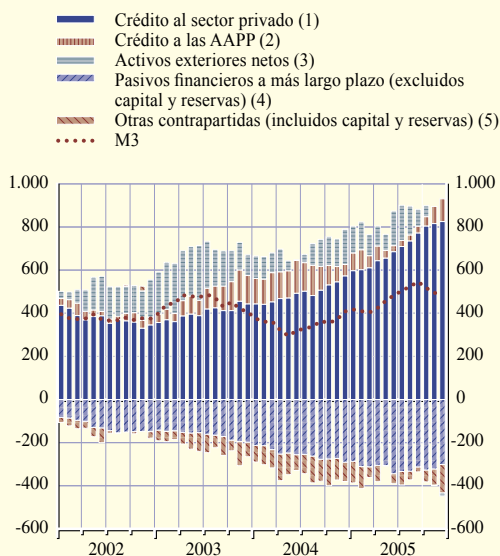
9,5% de noviembre (véase cuadro 1), lo que, en parte, puede deberse a un efecto de base moderador, derivado de las intensas entradas mensuales registradas en diciembre del 2004. El descenso del crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo en diciembre del 2005 fue prácticamente generalizado en todos los componentes, aunque la evolución de los valores distintos de acciones a más de dos años y la de los depósitos a plazo a más de dos años continúan apuntando a que la demanda de esta clase de activos sigue siendo elevada. Esta trayectoria confirma la opinión de que el sector tenedor de dinero de la zona del euro muestra una inclinación a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo de la zona.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyeron de nuevo en diciembre del 2005, mes en el que se registraron salidas netas por importe de 14 mm de euros, frente a unas salidas netas de 2 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre (véase gráfico 5). Este descenso es consecuencia de las salidas netas intermensuales observadas entre agosto y noviembre, que moderaron el crecimiento interanual de M3. Los flujos netos intermensuales volvieron a tornarse positivos en diciembre, una trayectoria que puede haberse visto favorecida por la ligera apreciación del euro y por el estrechamiento del diferencial de tipos de interés frente a otras divisas importantes. Sin embargo, no debe concederse excesiva importancia a la evolución a corto plazo de este indicador, debida a la volatilidad de la serie en términos intermensuales.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, el reducido nivel actual de los tipos de interés favoreció el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado, que siguió respaldando el pronunciado crecimiento interanual de M3. Al mismo tiempo, la elevada demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y la reciente trayectoria de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM han contribuido a la moderación de la evolución monetaria.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro I

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ENERO DEL 2006

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006<sup>1</sup>. En conjunto, los criterios de concesión aplicados a todas las categorías de préstamos variaron poco. En concreto, los resultados muestran una moderada relajación, en términos netos<sup>2</sup>, de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el cuarto trimestre del 2005, en comparación con el ligero endurecimiento neto registrado en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, los criterios que las entidades de crédito aplicaron a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fueron algo más rigurosos, mientras que los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no se modificaron. Durante el cuarto trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había observado un pronunciado aumento de la demanda neta<sup>3</sup> de préstamos a empresas y hogares. Para el primer trimestre del 2006, las entidades participantes esperan que los criterios de concesión que aplican a los préstamos a empresas y a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantendrán inalterados en términos netos, y también una ligera relajación, en términos netos, de los criterios de concesión aplicables a los créditos al consumo y a otros préstamos a hogares.

#### Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** Para el cuarto trimestre del 2005, las entidades participantes señalaron una leve relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas (del -4%, tras el endurecimiento del 2%, en términos netos, registrado en el trimestre anterior; véase el primer panel del gráfico A). Algunos de los factores que explican esta evolución son la percepción de una disminución del riesgo relativo a las perspectivas del sector y, más significativamente las referidas a la actividad económica general, aun cuando estos factores siguen contibuyendo de forma marginal a un endurecimiento neto de los criterios (véanse los paneles segundo y tercero del gráfico A). Al mismo tiempo, la competencia de otras entidades y los riesgos relacionados con las garantías exigidas contribuyeron a la relajación en términos netos (véanse los paneles cuarto y quinto del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, el endurecimiento neto de los criterios de concesión se debió principalmente a un descenso de los márgenes de los créditos ordinarios, así como a una ampliación del plazo de vencimiento de los préstamos y líneas de crédito. En cuanto al tamaño de los prestatarios, las entidades indicaron que se había producido una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas. En lo que se refiere al plazo de vencimiento de los préstamos, las entidades confirmaron la relajación neta de los criterios de concesión de crédito aplicados a los préstamos a corto plazo e informaron que no se habían producido cambios en los aplicados a los préstamos a largo plazo.

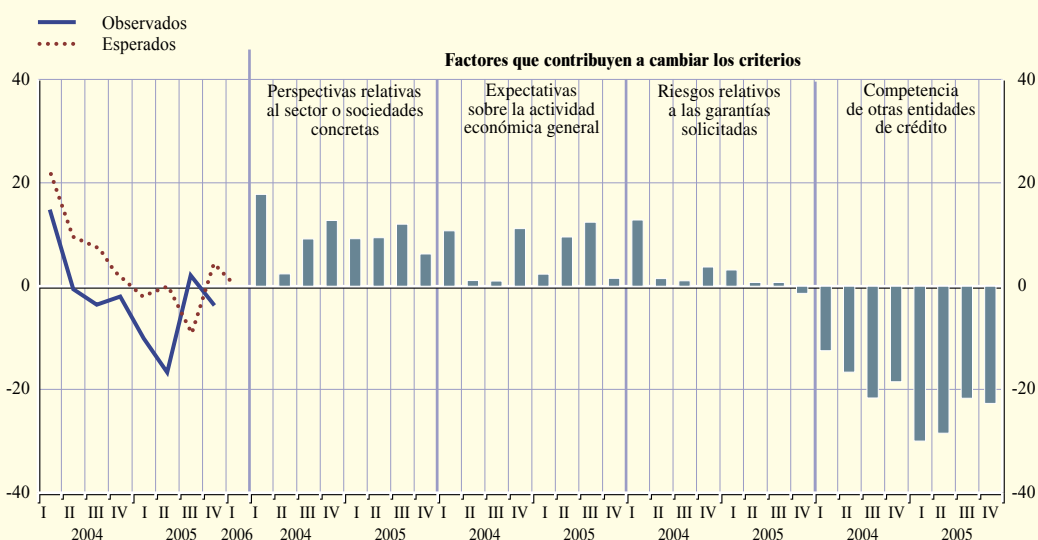
1 El 3 de febrero de 2006 se publicó una evaluación global de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006 que puede consultarse en el sitio web del BCE ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).

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

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

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2006.

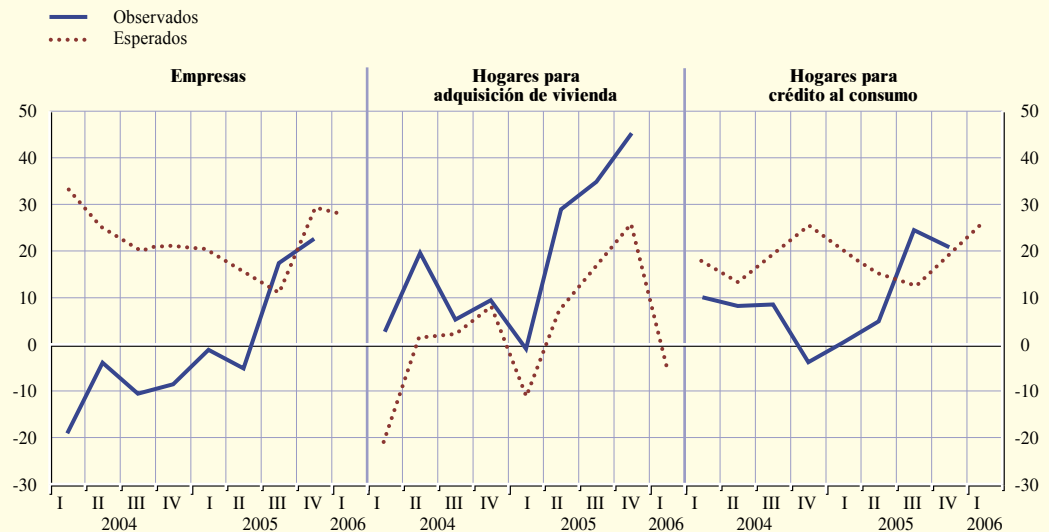
**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a empresas se incrementó y alcanzó su nivel máximo desde la fecha de inicio de esta encuesta (hasta el 23% en enero, desde el 17% de octubre; véase el primer panel del gráfico B). Este resultado fue consecuencia de un acusado aumento de la demanda neta de préstamos a las pequeñas y medianas empresas.

Según las entidades participantes en la encuesta, los factores que más contribuyeron al aumento de la demanda neta fueron las mayores necesidades de financiación para capital fijo, existencias, y capital circulante. Las fusiones y adquisiciones y las actividades de reestructuración de empresas siguieron contribuyendo al incremento de la demanda neta. Una disponibilidad ligeramente menor de financiación interna para las empresas y la reducción de la emisión de acciones también contribuyeron a la evolución observada recientemente en la demanda neta de préstamos.

**Expectativas:** En general, para el primer trimestre del 2006, las entidades esperaban que los criterios de concesión del crédito aplicables a la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas se mantuvieran estables (véase el primer panel del gráfico A), aunque también esperaban una mejora general en los criterios de concesión aplicados a los préstamos a pequeñas y medianas empresas. Asimismo, las entidades participantes esperaban un aumento de la demanda neta positiva de préstamos a empresas (véase el primer panel del gráfico B), sobre todo a las pequeñas y medianas empresas.

**Gráfico B Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito aplicados a empresas y hogares**

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2006.

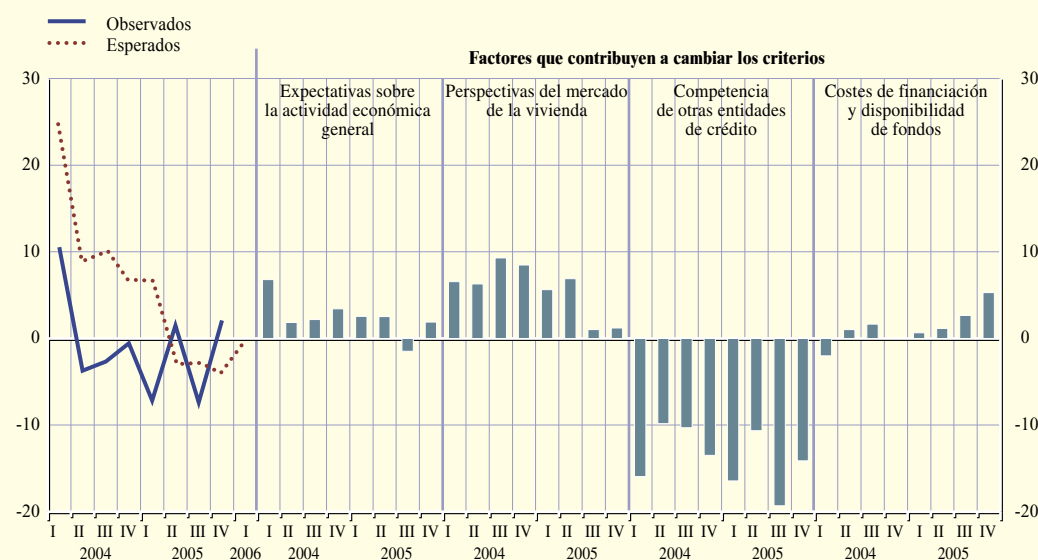
### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes indicaron que en el cuarto trimestre del 2005 se había producido un ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda (del 2% en enero, desde el -7% de octubre, véase el primer panel del gráfico C). Ello se debió principalmente a una menor relajación de la competencia de otras entidades y a un incremento de la contribución a un endurecimiento de los costes de financiación y de disponibilidad de fondos (véanse los paneles cuarto y quinto del gráfico C). Al mismo tiempo, las perspectivas del mercado de la vivienda aportaron una ligera contribución al endurecimiento, al igual que en el trimestre anterior (véase el tercer panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades señalaron que el ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión de créditos para adquisición de vivienda obedeció, sobre todo, a un aumento de los márgenes para los préstamos de más riesgo. La evolución de la relación entre el principal y el valor de la garantía y la de los márgenes de los préstamos ordinarios contribuyeron a una menor relajación de los criterios de concesión del crédito que la registrada en trimestres anteriores.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando marcadamente durante el cuarto trimestre del 2005 (hasta el 45% en enero, desde el 35% de octubre; véase el segundo panel del gráfico B). Este incremento fue considerablemente mayor del que las entidades esperaban en la encuesta del octubre del 2005 para el cuarto trimestre del 2005. El principal factor que influyó en esta evolución fue la significativa mejora de la confianza de los consumidores observada por las entidades de crédito. Otro factor fue la contribución

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2006.

positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda, que se mantuvo, a grandes rasgos, sin cambios en comparación con el trimestre anterior. Asimismo, por primera vez desde el comienzo de la encuesta, las entidades señalaron una aportación positiva a la demanda neta del gasto de consumo no relacionado con la adquisición de vivienda.

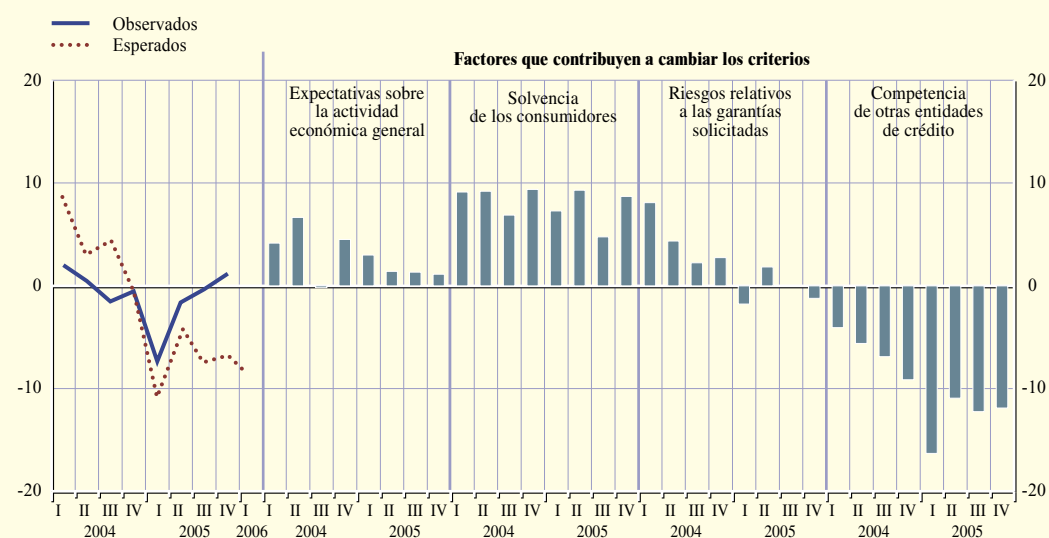
**Expectativas:** Para el primer trimestre del 2006, las entidades esperaban que los criterios para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda se mantuvieran prácticamente inalterados (véase el primer panel del gráfico C) y asimismo anticipaban un marcado descenso de la demanda neta de dichos préstamos (véase el segundo panel del gráfico B).

### Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

**Criterios de aprobación del crédito:** En cuanto a los préstamos a hogares para crédito al consumo, los criterios de concesión prácticamente no se modificaron en comparación con el trimestre anterior (véase el primer panel del gráfico D). Las entidades participantes señalaron que la contribución al endurecimiento neto debida a los riesgos relacionados con la menor solvencia de los consumidores se incrementó frente al trimestre anterior y que la competencia de otras entidades contribuyó, en menor medida, a una relajación neta (véanse los paneles tercero y quinto del gráfico D). En lo que concierne a las condiciones del crédito al consumo, los márgenes de los préstamos con más riesgo favorecieron el endurecimiento, mientras que otros factores como las garantías solicitadas y el plazo de vencimiento de los préstamos contribuyeron marginalmente a una relajación en términos netos.

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

(en porcentaje neto)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2006 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2006.

**Demanda de préstamos:** Según han señalado las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares siguió siendo vigorosa en el cuarto trimestre del 2005 (del 21%, frente al 25% del trimestre anterior; véase el tercer panel del gráfico B). Los factores que determinaron esta evolución fueron una mejora de la confianza de los consumidores y la fortaleza del gasto en bienes de consumo duradero.

**Expectativas:** Para el primer trimestre del 2006 las entidades esperaban una relajación en términos netos de los criterios de aprobación del crédito (véase el primer panel del gráfico D), así como un incremento de la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares (véase el tercer panel del gráfico B).

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

En noviembre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó siendo elevada, y se situó en el 7,6%, prácticamente sin variaciones con respecto al mes anterior. Hubo algunas indicaciones de una mayor preferencia de los prestatarios por nuevos valores a largo plazo a tipo de interés fijo que a tipo de interés variable. Aunque el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las instituciones financieras no monetarias fue pronunciado, la emisión de las sociedades no financieras se mantuvo contenida. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se recuperó ligeramente, aunque es probable que esta trayectoria se deba, en cierta medida, a importantes privatizaciones.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 Nov	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Oct	2005 Nov
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>10.254</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
IFM	4.120	9,9	10,1	9,8	10,0	9,4	9,4
Instituciones financieras no monetarias	878	9,9	11,6	17,2	19,5	21,8	21,4
Sociedades no financieras	623	3,1	2,8	4,6	2,2	4,0	2,9
Administraciones Públicas	4.633	5,3	5,5	4,9	4,5	4,1	4,5
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.354	4,8	5,1	4,5	4,0	3,6	4,0
Otras Administraciones Públicas	279	14,5	13,7	12,0	11,9	11,8	11,7
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.873</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
IFM	809	2,1	2,7	2,2	2,7	3,2	1,3
Instituciones financieras no monetarias	506	1,5	1,0	1,0	1,2	1,9	2,0
Sociedades no financieras	3.558	0,8	0,8	0,7	2,9	3,3	3,7

Fuente: BCE.

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

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no registró variaciones, y se situó en el 7,6% en noviembre del 2005 (véase cuadro 3). El acusado crecimiento siguió estando impulsado, en gran parte, por la intensa expansión de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que volvió a aumentar ligeramente, hasta el 8,2%, en noviembre, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo relativamente reducida, en el 2,1%. Al igual que en meses anteriores, la relativamente pronunciada tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se vio favorecida, fundamentalmente, por la elevada emisión a tipo de interés variable, si bien la tasa de crecimiento se ha reducido en los dos últimos meses, desde el 20,8% de septiembre hasta el 18,5% de noviembre. Aunque la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo se mantuvo moderada, se recuperó levemente en ese mismo período, pasando del 4,2% de septiembre al 4,9% de noviembre, lo que puede apuntar a una mayor preferencia por esta clase de valores por parte de los prestatarios.

En cuanto al detalle por sectores de la actividad emisora, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras cayó hasta el 2,9% en noviembre, desde el 4% de octubre, por lo que se mantuvo próxima a los reducidos niveles observados en los dos últimos años (véase gráfico 6). La moderación en las emisiones netas registrada en noviembre queda asimismo ilustrada por la disminución de la tasa de crecimiento basada en datos desestacionalizados. Es posible que el relativamente reducido recurso a los valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se debiera a la disponibilidad de financiación interna y, muy probablemente, a las favorables condiciones para la obtención de créditos bancarios (véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006»), incluidos préstamos sindicados. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable emitidos por las sociedades no financieras siguió aumentando.

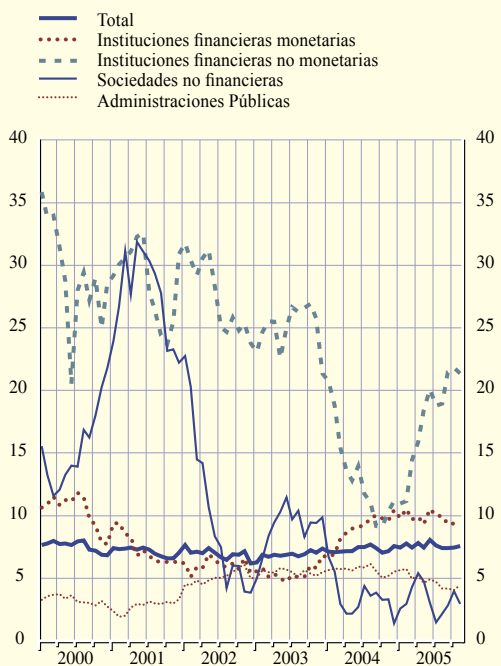
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo en un nivel relativamente intenso, el 9,4%, en noviembre, sin variaciones con respecto al mes precedente,

debido, principalmente, a la persistente y elevada emisión de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo a tipo de interés variable, que constituyeron aproximadamente las dos terceras partes del total de emisiones netas, mientras que la emisión de valores a tipo de interés fijo se mantuvo moderada. Es probable que el fuerte crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a tipo de interés variable sea reflejo de las necesidades de financiación de las IFM, consecuencia del más bien pronunciado crecimiento de los préstamos de estas instituciones al sector privado, sobre todo en los países que están registrando un intenso crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Tras varios años de intenso crecimiento, los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable representaban aproximadamente la tercera parte de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM a finales de noviembre del 2005, en comparación con una participación inferior al 20% del total a finales de diciembre de 1998.

Las sociedades no financieras y las IFM también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa indirectamente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias continuó siendo pronunciada, se redujo ligeramente, hasta el 21,4% en noviembre, desde el 21,8% de octubre, debido, posiblemente, a cierta actividad de titulización de préstamos hipoteca-

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

(tasas de crecimiento interanual)<sup>1)</sup>

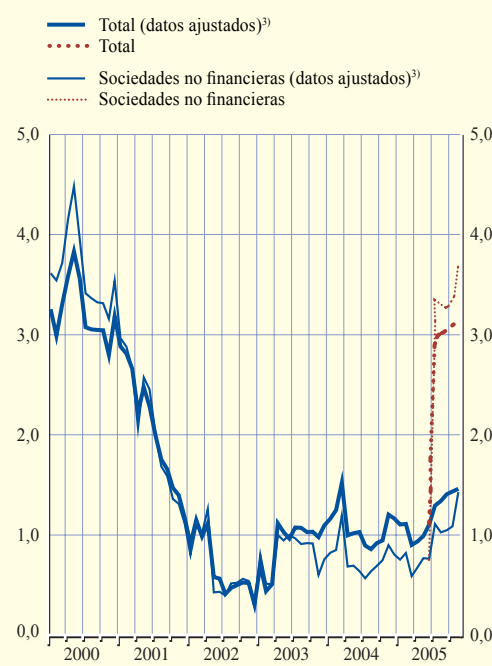


Fuente: BCE.

1) Para la descripción del cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

**Gráfico 7 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>**

(tasas de crecimiento interanual)<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

1) Para conocer las tasas de crecimiento interanual de otros sectores, véase el gráfico C17 de la sección «Estadísticas de la zona del euro».

2) Para la descripción del cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

3) Las series ajustadas no incluyen el efecto de una importante reestructuración empresarial en la que han participado una entidad residente en la zona del euro y una entidad no residente.



rios. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable fue especialmente elevada, situándose en el 44,8% en noviembre. Tras varios años de crecimiento muy intenso, a finales de noviembre del 2005, los valores a largo plazo a tipo de interés variable representaban la mitad de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, en comparación con sólo el 7% del total a finales de diciembre de 1998.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se incrementó ligeramente, hasta el 4,5%, en noviembre, desde el 4,1% de octubre.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, que no registró variaciones y se situó en el 3,1% en noviembre, resultó afectada por efectos estadísticos. Si se excluyen estos efectos, la emisión neta fue relativamente elevada en noviembre del 2005. En cuanto a la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras, que representan en torno a tres cuartas partes del saldo total de esta clase de valores, la tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 3,7% en noviembre, desde el 3,3% de octubre. Si esta tasa se ajusta de los efectos estadísticos derivados de una reestructuración empresarial en la que participaron una entidad residente en la zona del euro y otra no residente, que tuvo lugar en julio del 2005, se habría elevado hasta el 1,4% en noviembre, frente al 1,1% de octubre, la tasa de crecimiento más elevada desde finales del 2001 (véase gráfico 7). Los incrementos registrados recientemente también pueden estar relacionados con importantes privatizaciones. El descenso de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM, hasta el 1,3% en noviembre, desde el 3,2% de octubre, es reflejo de un efecto de base consecuencia de la adquisición de una entidad no residente por una entidad residente en la zona del euro en el segundo semestre del 2004.

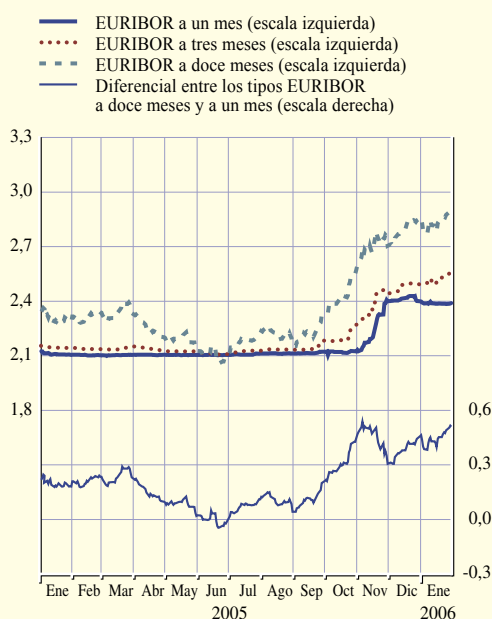
### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*En enero del 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes se redujeron ligeramente, mientras que los tipos correspondientes a más largo plazo se elevaron. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el mes.*

En el período comprendido entre finales de diciembre del 2005 y el 1 de febrero de 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes cayeron un punto básico, mientras que los tipos del mercado monetario a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron 7, 6 y 6 puntos básicos, respectivamente. El 1 de febrero, los tipos del EURIBOR a uno, a tres, a seis y a doce

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

meses se situaban en el 2,39%, el 2,55%, el 2,69% y el 2,90%, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el período analizado. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes pasó de 44 puntos básicos, a finales de diciembre, a 51 puntos básicos el 1 de febrero.

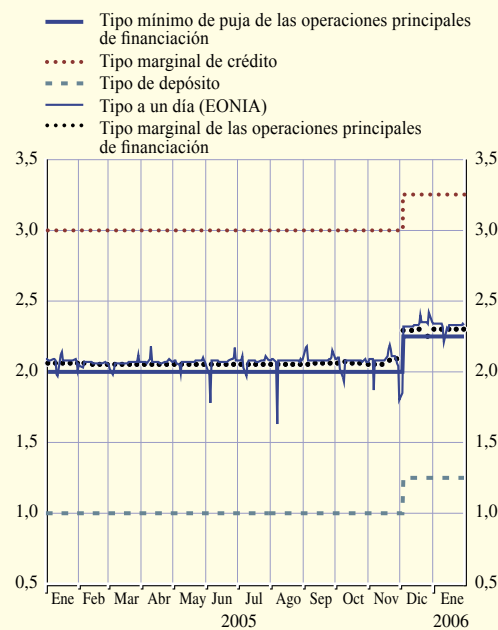
El 1 de febrero, los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2006 se situaron en el 2,69%, el 2,91% y el 3,07%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a finales de diciembre del 2005, esta evolución representó un descenso de un punto básico para el contrato con vencimiento en marzo, un aumento de un punto básico para el de junio, respectivamente, y un incremento de seis puntos básicos para el de septiembre.

A principios del enero del 2006, el EONIA se situó en el 2,34%, lo que suponía un diferencial con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema ligeramente superior al observado antes de Navidad. Hacia finales del período de mantenimiento que finalizó el 17 de enero de 2006, el EONIA se situó en niveles más bajos, en un entorno de cierta volatilidad, debido a la percepción de los participantes en el mercado de que la situación de liquidez era holgada. El 13 de enero, el EONIA cayó hasta el 2,21%. No obstante, se incrementó hasta el 2,31% el 16 de enero, tras la publicación de datos sobre la situación de liquidez que mostraron que, a diferencia de la percepción del mercado, las proyecciones de liquidez del BCE preveían unas condiciones restrictivas al final del período de mantenimiento. El 17 de enero, el BCE ejecutó una operación de ajuste de inyección de liquidez por importe de 7 mm de euros, con el fin de conseguir una situación de liquidez equilibrada. Desde el primer día del período de mantenimiento que finalizó el 7 de febrero, el EONIA se estabilizó en el 2,33%, aunque se elevó hasta el 2,34% el 31 de enero, como consecuencia de los efectos de fin de mes. En consecuencia, excluidos los efectos de fin de mes, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se redujo hasta 8 puntos básicos, ligeramente por debajo del nivel observado a principios de año.

En enero del 2006, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se mantuvieron estables. Se proporcionó liquidez a un tipo marginal del 2,30% y a un tipo medio ponderado del 2,31%. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 25 de enero, la primera de este tipo con un volumen de adjudicación más elevado, 40 mm de euros, los tipos marginal y medio ponderado se incrementaron hasta el 2,47% y el 2,48%, respectivamente, esto es, entre 2 y 3 puntos básicos por encima de los niveles de la operación anterior. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de interés de las subastas descendieron 5 y 4 puntos básicos, respectivamente.

**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

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo creció en la zona del euro y en Estados Unidos entre finales de diciembre del 2005 y comienzos de febrero del 2006. En conjunto, la evolución reciente del mercado de renta fija de la zona del euro parece confirmar los indicios de mejora de la actividad económica, mientras que las expectativas de inflación podrían haber sido revisadas levemente al alza, tras el nuevo aumento de los precios del petróleo.*

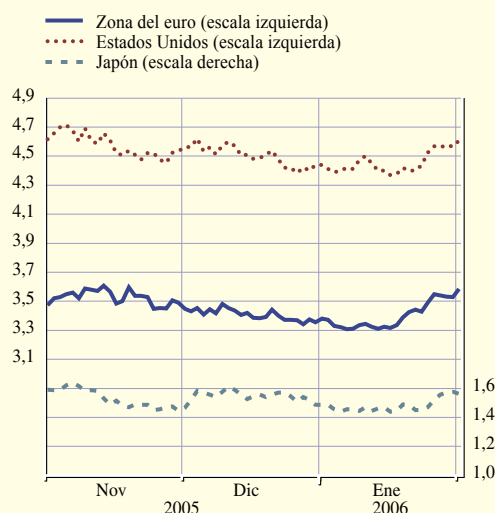
Entre finales de diciembre del 2005 y el 1 de febrero de 2006, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó en la zona del euro y en Estados Unidos, hasta el 3,6% y el 4,6%, respectivamente (véase gráfico 10), aunque siguió manteniéndose en niveles históricamente bastante bajos en ambos lados del Atlántico. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro apenas experimentó cambios, situándose en 100 puntos básicos a finales del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó ligeramente durante el mismo período, hasta situarse en el 1,55% el 1 de febrero de 2006. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del segmento de mercado de bonos a diez años, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos, se acentuó ligeramente en la zona del euro y en Japón en enero, mientras que permaneció prácticamente estable en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo creció de forma generalizada en todos los plazos entre finales de diciembre del 2005 y el 1 de febrero de 2006. La reciente subida de los precios del petróleo (el Brent volvió a alcanzar niveles superiores a los 60 dólares por barril) parece haber ejercido presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos, al aumentar las expectativas de inflación de los inversores. En efecto, en Estados Unidos las tasas de inflación implícita han ascendido desde finales de diciembre del 2005, especialmente en los plazos más cortos. La evolución del rendimiento de los bonos estadounidenses se explica también por la abundante oferta de pagarés del Tesoro.

Las presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos fueron compensadas, en parte, por la publicación de datos macroeconómicos menos favorables de lo previsto. Por otro lado, los inversores interpretaron los resultados de la reunión de diciembre del 2005 del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal como indicativos de que el ciclo de política monetaria restrictiva estaba llegando a su fin, lo que redujo las expectativas de tipos de interés. El rendimiento real de los bonos indicados con la inflación, que tiende a asociarse a la valoración de las perspectivas de crecimiento de la economía por parte del mercado, experimentó escasos cambios en los plazos más largos, pero disminuyó en los plazos más cortos, posible reflejo de una mayor inquietud de los participantes en el mercado acerca de la fortaleza futura de la economía de Estados Unidos. En ese país, la pendiente de la curva de rendimientos se mantuvo plana en enero, lo que, en anterior-

**Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)

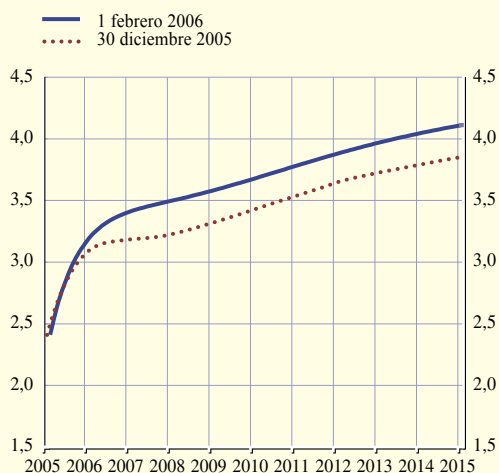


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)

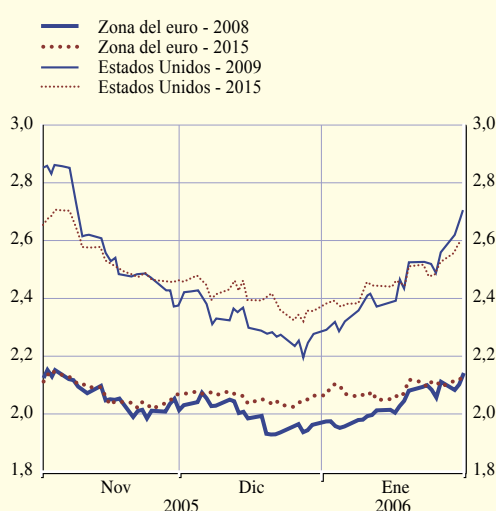


Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward* implícitos 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 tipos *forward* implícitos se explica en el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

**Gráfico 12 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro y de Estados Unidos**

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

res ocasiones, había apuntado a la probabilidad de un menor crecimiento económico futuro (véase recuadro 2).

La evolución de los mercados de renta fija de la zona del euro observada en enero respalda, en general, la opinión de que los participantes en el mercado esperaban que la expansión de la actividad económica de la zona continuara. El incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro fue reflejo de la publicación, en enero, de datos macroeconómicos generalmente favorables. En conjunto, la curva de tipos *forward* implícitos a un día, que había fluctuado de forma pronunciada a lo largo del período analizado, registró un desplazamiento al alza, especialmente en los plazos más largos (véase gráfico 11). El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, creció en las primeras semanas del año, situándose, a comienzos de febrero, unos 40 puntos básicos por encima de los niveles mínimos alcanzados en septiembre del 2005. Al parecer, las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la inflación a largo plazo de la zona del euro no cambiaron mucho, tal y como indica el reducido aumento de la tasa de inflación implícita a diez años, que se situó en el 2,15% el 1 de febrero (véase gráfico 12). Al igual que en Estados Unidos, las tasas de inflación implícita de la zona del euro se elevaron en los plazos más cortos, como resultado, probablemente, de la subida de los precios del petróleo. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro creció ligeramente en enero, aunque se mantuvo en niveles bastante bajos en términos históricos.

## Recuadro 2

**¿EL APLANAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE ESTADOS UNIDOS ES INDICATIVO DE UN MENOR CRECIMIENTO EN EL FUTURO?**

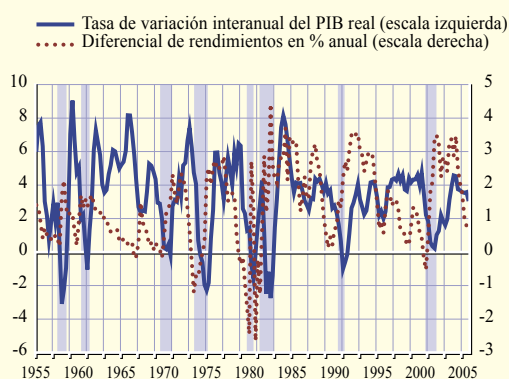
Desde que se inició el último ciclo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos en junio del 2004, la Reserva Federal ha elevado gradualmente los tipos de interés de los fondos federales en 350 puntos básicos, habiéndose producido la última subida a finales de enero. En contraposición con lo ocurrido en los ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés a largo plazo se redujeron ligeramente durante el mismo período, lo que ha dado lugar a una curva de rendimientos plana. En diciembre del 2005, el valor medio del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el tipo de interés de las letras del Tesoro a tres meses (a partir de ahora denominado «diferencial de rendimientos») alcanzó los 50 puntos básicos, una considerable caída desde los 350 puntos básicos en que se situaba en junio del 2004. El rendimiento de la deuda pública a diez años se ha situado incluso por debajo del tipo de interés a tres meses del mercado monetario desde finales del 2005. En Estados Unidos, una evolución así del diferencial de rendimientos ha precedido, habitualmente, la aparición de una recesión<sup>1</sup>.

En el gráfico A se presentan datos trimestrales del diferencial de rendimientos, junto con la tasa de crecimiento interanual del PIB real, siendo las áreas sombreadas las fases de recesión definidas por el National Bureau of Economic Research (NBER). En el gráfico se aprecia que una reducción considerable de la pendiente de la curva de rendimientos, hasta convertirse en plana o incluso invertirse, ha ido seguida —tras un período de entre dos y cuatro trimestres— de una recesión. El único caso claro en que se produjo una señal falsa fue en 1967, un año en el que Estados Unidos experimentó una acusada desaceleración del crecimiento económico, que, sin embargo, no fue clasificada como recesión por el NBER. Por lo tanto, en el pasado, una curva de rendimientos plana y, en particular, invertida ha indicado siempre una reducción del crecimiento económico en el futuro, anticipando en la mayoría de los casos una recesión.

Si los datos trimestrales se analizan con un modelo de regresión probit, según el cual la probabilidad de que el trimestre actual pertenezca a una fase recesiva se explica mediante los cuatro valores anteriores del diferencial de rendimientos, se constata que, en estos momentos, la probabilidad de que se produzca de forma inminente una recesión en Estados Unidos no es desdeñable. Según el gráfico B, en el que se presentan las probabilidades estimadas de que se registre una recesión en Estados Unidos de acuerdo con su diferencial de rendimientos, la probabilidad de que realmente se produzca en el

**Gráfico A Diferencial de rendimientos, crecimiento del PIB real y recesiones en Estados Unidos**

(datos trimestrales)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data (FRED) y NBER.  
Notas: Las áreas sombreadas se refieren a las recesiones definidas por el NBER. Las tasas de variación interanual del PIB real se calculan con respecto al trimestre correspondiente del año anterior.

<sup>1</sup> Para una evidencia empírica, véase, entre otros, A. Estrella, «The yield curve as a leading indicator: frequently asked questions», [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org), 2005, y A. Estrella, A.P. Rodrigues y S. Schich, «How stable is the predictive power of the yield curve? Evidence from Germany and the United States», *Review of Economics and Statistics* 85(3), 2003, pp. 629-644.

2006 es de alrededor de un cuarto<sup>2</sup>. Los resultados obtenidos por Estrella (véase nota a pie de página n.º 1), que se basan en datos mensuales, indican que, cuando el diferencial de rendimientos es nulo, la probabilidad de que se registre una recesión después de 12 meses es de un tercio.

La evidencia mencionada anteriormente hace que nos preguntemos si la historia se volverá a repetir o si esta vez las cosas evolucionarán de modo distinto.

El primer motivo por el cual las cosas pueden ser distintas de lo que ocurrió en el pasado es que, esta vez, la curva de rendimientos de Estados Unidos, que está casi invertida, parece reflejar sobre todo el hecho de que los tipos de interés a largo plazo son especialmente bajos. El actual nivel de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, muy reducidos desde un punto de vista histórico, puede obedecer a la existencia de unas primas de riesgo excepcionalmente reducidas como consecuencia de una demanda de deuda a largo plazo inusualmente elevada, más que a factores macroeconómicos fundamentales<sup>3</sup>. En concreto, en Estados Unidos se ha observado un aumento de la inversión extranjera en deuda pública estadounidense desde que se registró la última recesión en el 2001.

En segundo lugar, si se considera la evidencia procedente de las encuestas, la probabilidad percibida actualmente de que se produzca una recesión en Estados Unidos en los cuatro próximos trimestres es significativamente más baja que la que se deriva del modelo probit mencionado en el que la única variable explicativa es el diferencial de rendimientos. Por ejemplo, según el denominado «índice de ansiedad» (*anxious index*) publicado en la encuesta a expertos en previsión económica del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia de diciembre del 2005, el 14% de los encuestados preveía un crecimiento negativo del PIB real, en términos intertrimestrales, a finales del 2006. Según la encuesta de Merrill Lynch Global Fund Manager de enero del 2006, el 9% de los gestores de fondos globales que respondieron a la encuesta compartía la opinión de que la economía norteamericana experimentaría muy probablemente una recesión en los próximos doce meses.

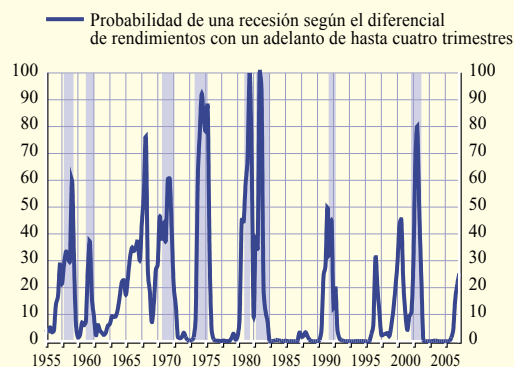
En resumen, es importante tener en cuenta que, en la coyuntura actual, el diferencial de rendimientos de Estados Unidos podría estar distorsionado por una importante demanda de deuda pública a largo plazo, cuyo efecto preciso resulta bastante difícil de cuantificar. Por ello, es necesario tener más precaución que la habitual al interpretar la evolución reciente de la curva de rendimientos en Estados Unidos, como indicador de un menor crecimiento económico.

2 Estas probabilidades son los resultados del análisis de regresión efectuado con un modelo probit en el que la variable ficticia de una recesión definida por el NBER es la variable dependiente y los diferenciales de rendimientos con un retardo de cuatro meses son las variables independientes. Se refieren a probabilidades dentro de la muestra de un período hacia adelante correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre del 2005 y a probabilidades fuera de la muestra correspondientes al período comprendido entre el primer y el cuarto trimestres del 2006, asumiéndose que el diferencial de rendimientos durante todo el año 2006 es el mismo que el registrado en diciembre del 2005.

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

### Gráfico B Probabilidad de una recesión en Estados Unidos según el diferencial de rendimientos

(datos trimestrales; probabilidad en %)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data (FRED), NBER y cálculos del BCE.

Notas: Las áreas sombreadas se refieren a las recesiones definidas por el NBER. Las probabilidades se basan en los resultados del análisis de regresión efectuado con un modelo probit, que se explican en la nota a pie de página n.º 2.

## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

*En general, los tipos de interés aplicados por las IFM apenas experimentaron variaciones en noviembre del 2005, aunque los tipos a corto plazo tendieron a incrementarse, mientras que los tipos a largo plazo registraron una evolución ligeramente más dispar.*

En noviembre del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras tendió ligeramente al alza en comparación con el mes precedente. El tipo de interés aplicado a los 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, que se elevó ligeramente, unos 15 puntos básicos, y constituyó una excepción (véanse cuadro 4 y gráfico 13). El tipo de interés aplicado a los préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año fue uno de los pocos tipos a corto plazo que registró una caída. No obstante, en general, este tipo es relativamente volátil en el corto plazo, y es probable que el descenso de noviembre estuviera relacionado con un nuevo cambio de signo de los incrementos del verano. En general, el aumento de la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM en noviembre fue inferior al incremento intermensual medio de unos 15 puntos básicos del tipo de interés a tres meses del mercado monetario observado entre octubre y noviembre.

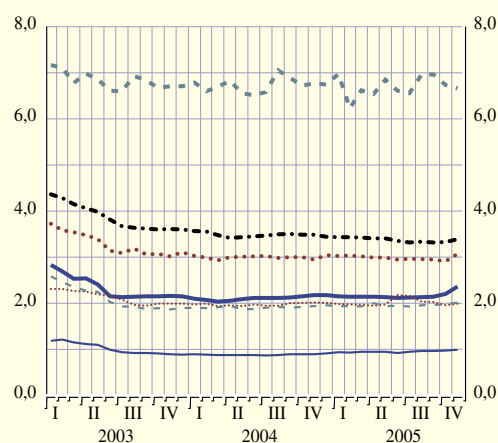
Desde una perspectiva algo más a largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras ha aumentado ligeramente desde noviembre del 2004. En cambio, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos y créditos cayó al menos 10 puntos básicos en el citado período, con una excepción reseñable, la de los tipos de interés de los 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, que se incrementó unos 10 puntos básicos. En consecuencia, esta evolución tendió a estrechar el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos de mercado similares, dado que la media mensual de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario, por ejemplo, se elevó 20 puntos básicos, aproximadamente, en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2005.

En noviembre del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las

**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 operaciones<sup>1)</sup>)

- 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.

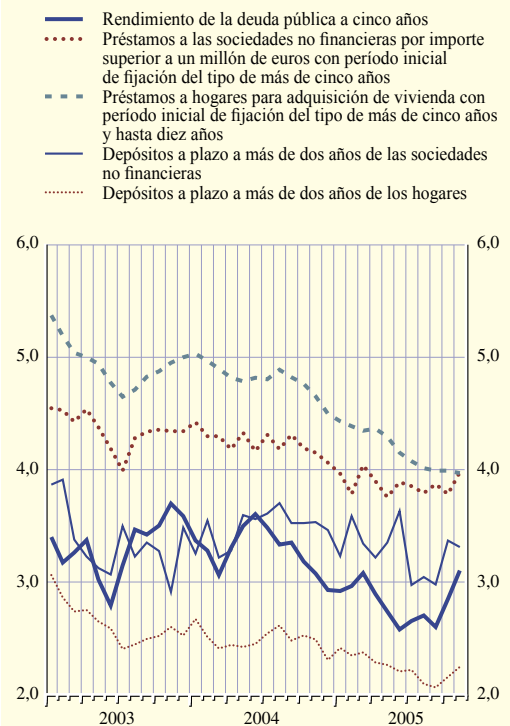
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los 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.

IFM a los hogares apenas registró variaciones, y la única excepción la constituyó el tipo aplicado a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares, que se elevó unos 10 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 14). Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las citadas instituciones a las sociedades no financieras presentaron una evolución algo más dispar. El tipo de interés de los depósitos a plazo a más de dos años cayó ligeramente, aunque se mantuvo dentro de la banda de fluctuación observada en períodos anteriores. El tipo aplicado a los préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros con período inicial de fijación de más de cinco años continuó con su tendencia a la baja y cayó algunos puntos básicos en noviembre. Al mismo tiempo, el tipo correspondiente aplicado a los préstamos por importe superior a un millón de euros se incrementó 20 puntos básicos, eliminando con ello cualquier diferencia en los tipos de interés que esté relacionada con el importe del préstamo. Esta evolución fue consecuencia de que los préstamos por importes más elevados (esto es, por importe superior a un millón de euros) tienden a ser más sensibles a los tipos de interés de mercado. En comparación, el rendimiento medio mensual de la deuda pública a dos años y a cinco años se incrementó de 25 a 30 puntos básicos, aproximadamente, entre octubre y noviembre.

Desde noviembre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha caído considerablemente, entre 20 y 70 puntos básicos. Los descensos más acusados se registraron en los tipos aplicados 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 y en los de los préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años. En el citado período, la mayor parte de los tipos de interés de los depósitos se redujeron de 20 a 25 puntos básicos, aproximadamente. Esta trayectoria fue acorde, en general, con la disminución observada en el rendimiento medio mensual de la deuda pública a dos años y a cinco años entre noviembre del 2004 y septiembre del 2005, aunque los incrementos observados más recientemente, en octubre y noviembre, no parecen haberse reflejado plenamente en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM.

**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 operaciones<sup>1)</sup>)



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; ponderados<sup>1)2)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta nov 2005		
	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Oct	2005 Nov	2004 Nov	2005 Ago	2005 Oct
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,95	1,92	1,94	1,97	1,97	2,01	8	6	4
A plazo a más de dos años	2,31	2,38	2,21	2,06	2,16	2,24	-24	15	9
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,01	1,96	2,17	2,02	1,96	1,99	-3	-4	3
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,47	2,38	2,29	2,27	2,27	-24	-4	0
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	0,91	0,94	0,92	0,96	0,97	0,99	9	3	2
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,08	2,00	2,01	2,04	2,04	2,08	4	5	4
A plazo a más de dos años	3,46	3,34	3,63	2,98	3,37	3,31	-22	27	-6
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	6,74	6,62	6,61	6,96	6,73	6,66	-11	-30	-7
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	3,44	3,42	3,35	3,32	3,33	3,38	-10	5	5
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años									
	4,50	4,35	4,15	3,99	3,99	3,97	-68	-4	-2
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,27	5,26	5,13	5,13	5,10	5,09	-28	-3	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	3,98	3,91	3,88	3,81	3,88	3,92	-9	3	4
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años									
	4,44	4,33	4,20	4,04	4,04	3,99	-56	-14	-5
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									
	3,04	3,01	2,94	2,94	2,91	3,07	12	11	16
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años									
	4,06	4,04	3,89	3,87	3,78	3,98	-17	19	20
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,17	2,14	2,11	2,14	2,20	2,36	19	23	16
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,36	2,49	2,07	2,21	2,45	2,73	32	49	28
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,93	3,08	2,58	2,60	2,85	3,10	3	40	25

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.

2) Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de diciembre del 2005 y comienzos de febrero del 2006, las cotizaciones bursátiles subieron en los principales mercados, como consecuencia de la publicación de datos económicos, en general, favorables y de las expectativas de crecimiento sostenido de los beneficios empresariales. La incertidumbre de los mercados de renta variable creció en la zona del euro y en Japón, y se mantuvo prácticamente estable en Estados Unidos.

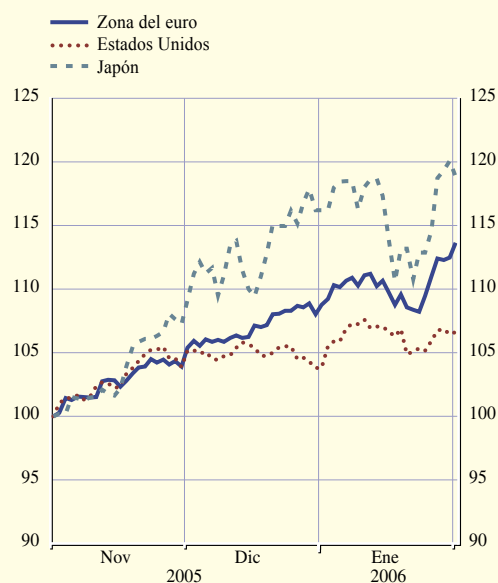
En enero del 2006, las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro y en Estados Unidos, y también en Japón, donde habían bajado considerablemente al inicio del período examinado (véase gráfico 15). Entre finales de diciembre del 2005 y el 1 de febrero de 2006, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, ganaron en torno a un 5%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, aumentaron alrededor de un 3%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron aproximadamente un 2%.

La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se mantuvo estable en Estados Unidos, y creció en la zona del euro y en Japón, país en el que la incertidumbre percibida se acrecentó de forma acusada por segundo mes consecutivo (véase gráfico 16). Las cotizaciones bursátiles japonesas bajaron bruscamente en la primera parte del período de referencia, tras las investigaciones sobre la presunta manipulación del mercado por altos ejecutivos de una empresa japonesa que opera en Internet, situación que provocó, el 17 de enero de 2006, la mayor caída en un día del mercado de valores de Tokio registrada en nueve meses. Posteriormente, el mercado japonés de renta variable se recuperó, ante la publicación de datos sobre la economía y los beneficios empresariales, que suscitaron una percepción favorable en los mercados.

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles subieron en el primer mes del 2006, tras la publicación de resultados empresariales relativamente favorables, en opinión de los inversores, y resistieron, posteriormente, al aumento de los precios del petróleo y a la intensificación de las tensiones geopolíticas. Los inversores seguían considerando que los beneficios de las empresas estadounidenses continuarían cre-

**Gráfico 15 Índices bursátiles**

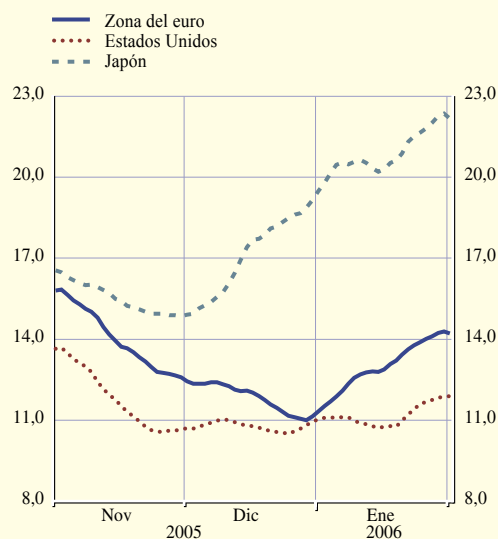
(índice: 1 octubre 2005 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

Nota: 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.

ciendo vigorosamente. Por ejemplo, según datos de enero de Thomson Financial Datastream, los analistas esperaban un crecimiento del 12% de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 a lo largo de los próximos doce meses.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles subieron durante el período analizado, al perdurar el fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, tanto observados como esperados. Este ascenso pareció compensar las posibles presiones a la baja sobre los precios de las acciones derivadas de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y del aumento de los precios del petróleo. En enero, según datos de Thomson Financial Datastream, los analistas esperaban, para los próximos doce meses, un crecimiento del 10% de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, y la tasa de crecimiento interanual de los beneficios observados de estas empresas se situaba en el 19%. La incertidumbre de los mercados de renta variable, obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX, creció notablemente, lo que puede haber originado un incremento de la prima de riesgo para los valores de renta variable exigida por los inversores, que, de por sí, hubiera hecho bajar las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere a los datos sectoriales, el sector industrial y los sectores de materias primas y de agua, gas y electricidad registraron mejores resultados que el índice Dow Jones EURO STOXX general. El sector de telecomunicaciones obtuvo los peores resultados. Según parece, los inversores mostraron inquietud respecto a la rentabilidad futura de ese sector, tras la advertencia de venta de una importante compañía.

### 3 PRECIOS Y COSTES

*Las fluctuaciones de los precios de la energía continúan dominando la evolución a corto plazo de la inflación de la zona del euro. Sin embargo, hasta el momento las presiones sobre los precios internos han seguido siendo moderadas. Según los indicadores disponibles de costes laborales de la zona del euro, se mantuvo la contención salarial hasta el tercer trimestre del 2005. Por otro lado, la fuerte competencia mundial ha contribuido a frenar los aumentos de precios en la zona del euro. A más largo plazo, los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios del petróleo sobre otros componentes del índice de precios podrían materializarse de forma gradual, y cabe esperar que las modificaciones anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos produzcan un efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC. Estas perspectivas de evolución de los precios siguen estando sometidas a riesgos alcistas, especialmente en relación con nuevos incrementos de los precios del petróleo y con unos efectos indirectos o secundarios más acentuados. Por último, nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos podrían tener también un efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC.*

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA DICIEMBRE DEL 2005

La inflación medida por el IAPC general de la zona del euro disminuyó ligeramente en diciembre (el último mes para el que se dispone de datos), hasta el 2,2%, desde el 2,3% observado en noviembre (véase cuadro 5). Este descenso, que se correspondió con el avance de Eurostat publicado a comienzos de enero, fue consecuencia, principalmente, de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, como resultado de un efecto de base derivado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en diciembre del 2004. Este efecto de base influyó también en la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, que disminuyó levemente, desde el 1,5% al 1,4%.

El dato del IAPC de diciembre del 2005 indica que la inflación media registrada en el 2005 se situó en el 2,2%, frente al 2,1% observado en el 2004. Este ligero aumento fue enteramente debido a la evolución de los precios de la energía, cuya tasa de variación interanual se elevó de forma significativa, alcanzando el 10,1%, en comparación con el 4,5% del año anterior. La incidencia que la evolución de los precios energéticos ha tenido en la inflación el año pasado viene puesta de relieve por el hecho de que la

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

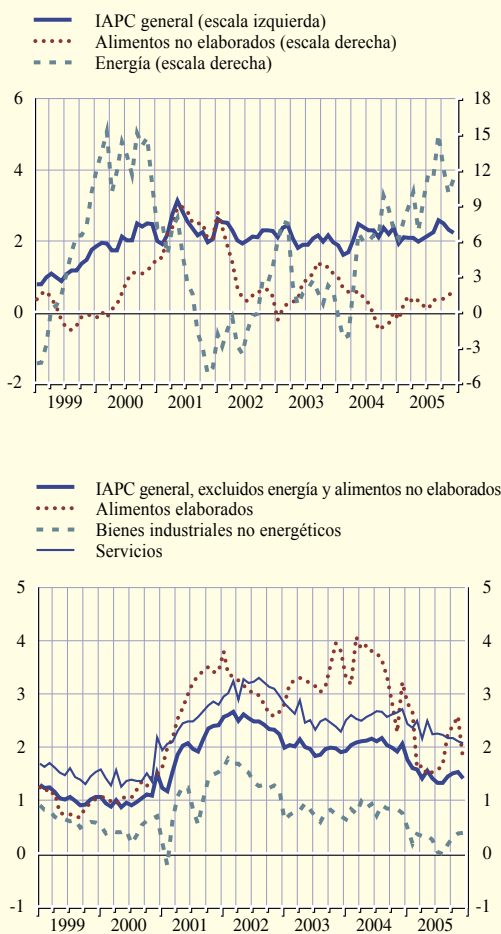
	2004	2005	2005 Ago	2005 Sep	2005 Oct	2005 Nov	2005 Dic	2006 Ene
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	.
Energía	4,5	10,1	11,5	15,0	12,1	10,0	11,2	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	1,7	2,3	2,4	2,6	1,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	.
Servicios	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,3	.	4,0	4,4	4,2	4,2	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	52,0	52,2	49,3	47,9	48,5	52,5
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	11,9	13,2	17,4	22,5	29,8	22,8

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

tasa de variación interanual del IAPC, excluida la energía, decreció notablemente en el 2005, hasta el 1,4%, desde el 1,9% registrado en el 2004. Este descenso se observó en los precios de cada uno de sus componentes: alimentos elaborados, alimentos no elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios. La reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se debió, fundamentalmente, al menor incremento de los impuestos sobre el tabaco a lo largo del año anterior y, de una forma más general, a la evolución moderada de los precios de los alimentos elaborados que puede ser reflejo, en parte, de la relativa contención que mostraron los precios de los alimentos no elaborados por segundo año consecutivo. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos disminuyó también. Ello fue consecuencia, en parte, de la desaparición de ciertos aumentos de los precios administrados de la atención sanitaria registrados en el 2004 y de la combinación de otros factores, como el impacto de la liberalización comercial del vestido y el calzado, de las presiones generadas por la competitividad internacional y de la moderada demanda de consumo. Estos factores pueden haber contribuido a contrarrestar las posibles presiones al alza derivadas de los efectos indirectos de las subidas de los precios de las materias primas. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se redujo también en el 2005, hasta el 2,3%, desde el 2,6% alcanzado en el 2004. Nuevamente, este descenso fue resultado, en parte, de la desaparición de algunos aumentos de los precios administrados de los servicios sanitarios observados en el 2004 y, posiblemente, también de la contención salarial.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Considerando con más detalle los resultados de diciembre del 2005, cabe destacar la volatilidad de los precios energéticos (véase gráfico 17). Debido a un efecto de base, la tasa de variación interanual aumentó en diciembre, pese al leve descenso de los precios energéticos registrado durante ese mes. De cara al futuro, la subida de los precios del petróleo observada desde mediados de diciembre del 2005 originará, con toda probabilidad, un nuevo incremento de la tasa de variación interanual de los precios de consumo de la energía. En el recuadro 3 se analiza la transmisión de los precios de la energía en los mercados internacionales a los componentes energéticos del IAPC de la zona del euro. Por lo que se refiere a los precios de los alimentos no elaborados, la tendencia al alza que su tasa de variación interanual venía mostrando desde el verano se estabilizó en diciembre. Sin embargo, en el contexto de los efectos de base derivados de la evolución moderada del año pasado y a la vista de las bajas temperaturas registradas recientemente en algunos países de la zona del euro, es de esperar que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados vuelva a ascender en el corto plazo.

El descenso hasta el 1,4%, que experimentó en diciembre la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los componentes más volátiles, es decir, los alimentos no elaborados y la energía, fue totalmente debido a la evolución de los precios de los alimentos elaborados, dado que las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios no registraron variación alguna. La disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados fue resultado de un efecto de base derivado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania en diciembre del 2004. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco en la zona del euro cayó al 4,3% en diciembre del 2005, situándose en un nivel sensiblemente inferior al 13,8% alcanzado en diciembre del 2004. El hecho de que la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos permaneciera en un nivel relativamente reducido sugiere que no existe todavía evidencia de efectos indirectos significativos de los aumentos de los precios de las materias primas sobre los precios de consumo. Por último, pese a cierta tendencia a la baja observada en las tasas de variación interanual de los componentes relativos al transporte aéreo y a las vacaciones organizadas, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo en el 2,1% en diciembre del 2005.

### Recuadro 3

#### TRANSMISIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES A LOS COMPONENTES ENERGÉTICOS DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Los precios de la energía contribuyeron en 1 punto porcentual a la tasa de inflación del 2,2% registrada en diciembre del 2005 por el IAPC general (véase cuadro). Esta contribución relativamente alta es reflejo del comportamiento de los precios de las energías primarias, en particular de los del petróleo y del gas natural, que han subido de forma significativa el año pasado. En este contexto, en el presente recuadro se estudia la relación entre la evolución de los precios de las energías primarias y la de los componentes energéticos del IAPC.

#### Evolución reciente de los precios de las energías primarias

Los precios del crudo y del gas natural experimentaron en el 2005 una considerable subida, cuyo efecto se vio potenciado por la apreciación del dólar estadounidense observada durante el mismo período (véase gráfico A, que muestra la evolución de los precios en euros). En diciembre del 2005, el precio del Brent en euros se situaba un 62% por encima del nivel registrado un año antes. La actual perturbación de los precios del crudo difiere de las anteriores. Aunque el último aumento ha sido importante, también ha sido más gradual y persistente, dado que el inesperado e intenso crecimiento de la demanda en el 2004 provocó restricciones de la capacidad productiva a lo largo de la cadena de suministro de petróleo. La inquietud suscitada por la situación geopolítica respecto a la seguridad del suministro de crudo en el futuro acentuó las presiones al alza.

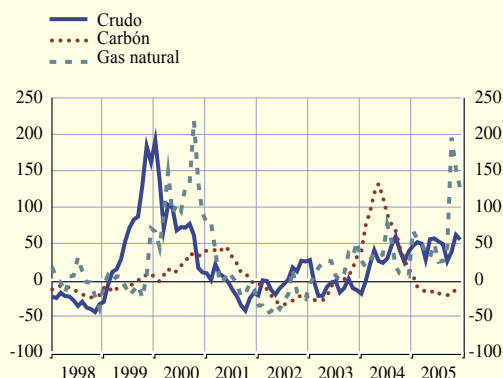
#### Contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC general en diciembre del 2005

	Tasas de variación/ contribuciones	Ponderación del IAPC (%)
Inflación medida por el IAPC general (tasa de variación interanual)	2,2	
Energía		8,6
<i>contribución a la inflación medida   por el IAPC general</i>	1,0	
<i>tasa de variación interanual</i>	11,2	
<i>De la cual (contribución a la energía, tasa de variación interanual):</i>		
Electricidad	0,7	2,0
Gas	2,1	1,4
Combustibles líquidos	2,3	0,8
Combustibles sólidos	0,0	0,1
Energía calórica	1,0	0,4
Combustibles y lubricantes para material de transporte personal	5,1	3,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico A Precios de la energía

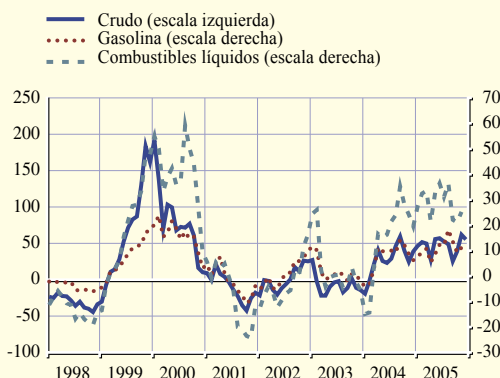
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Datastream y HWWA.  
Nota: Precios en euros.

Gráfico B Precios de consumo: gasolina y combustibles líquidos

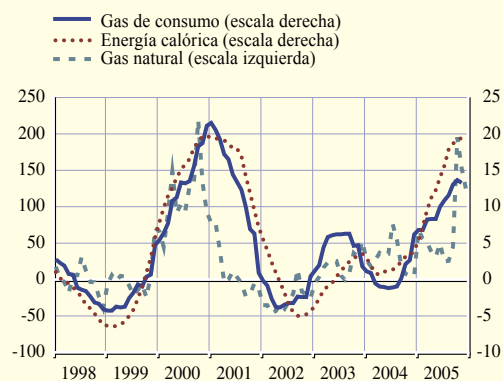
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Datastream.  
Nota: Precios en euros.

Gráfico C Precios de consumo: gas y energía calórica

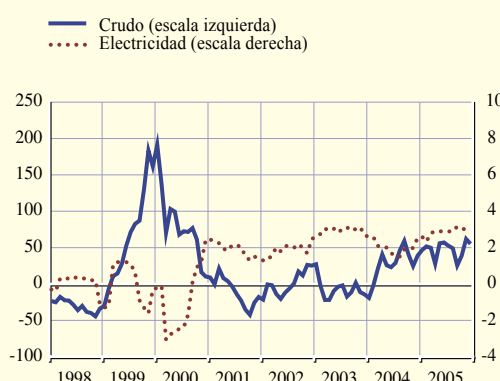
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Datastream.  
Nota: Precios en euros.

Gráfico D Precios de consumo: electricidad

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Datastream.  
Nota: Precios en euros.

En términos históricos, los precios del gas natural tienden a seguir la trayectoria de los precios del crudo. Sin embargo, en el cuarto trimestre del 2005 los precios de estas dos fuentes de energía primaria se disociaron claramente, como consecuencia de los daños causados por los huracanes en las costas estadounidenses del Golfo de México, que tuvieron un mayor impacto sobre los precios del gas natural que sobre los del crudo. En diciembre del 2005, el precio del gas natural, medido por el contrato *forward* a un mes negociado en el Intercontinental Exchange, se situó un 153% por encima del nivel registrado un año antes. El precio del carbón ha mostrado un comportamiento históricamente distinto del de los precios del crudo y del gas natural, ya que descendió un 13% en el transcurso del 2005.

### **Respuesta de los componentes del IAPC a la evolución de los precios de las energías primarias**

Existe una fuerte correlación directa entre los precios de los combustibles líquidos y de la gasolina, que representan en conjunto más de la mitad del gasto de consumo en bienes energéticos, y la evolución de los precios del crudo. Sin embargo, el grado de traslación de los precios del petróleo a los precios de consumo finales es relativamente bajo. En el caso de los combustibles líquidos, este factor se situó, aproximadamente, en el 25% en el 2000, año en el que la subida del 200% de los precios del petróleo se tradujo en un incremento del 50% de los precios de los combustibles líquidos. La transmisión a los precios de la gasolina fue incluso menor (véase gráfico B). Obviamente, la magnitud exacta de la transmisión puede variar también con el tiempo. No obstante, la mayor parte del impacto se produce muy rápidamente, pocas semanas después del aumento de los precios del crudo.

Por el contrario, la correlación entre los precios de consumo del gas y de la energía calórica (agua caliente y vapor) y la evolución de los precios del gas natural es menos directa (véase gráfico C). Los precios de consumo del gas muestran, en general, una evolución más moderada que la de los precios de las energías primarias, y también reaccionan con bastante retraso. En el 2000, sólo se observó un grado de traslación del 10%.

Por último, la electricidad parece ser un caso especial, ya que no puede establecerse ninguna correlación obvia a corto plazo entre su precio de consumo y los precios de las energías primarias (véase gráfico D).

### **Posibles factores que influyen en la capacidad de respuesta de los precios de consumo de la energía**

Los distintos grados de respuesta de los precios de consumo a los precios de las energías primarias se explican por varios factores. Desde un punto de vista general, el grado de traslación depende, en primer lugar, de la estructura de producción de las empresas de suministro de energía: el impacto final de las variaciones de precios de las energías primarias es atenuado por las ponderaciones de los costes fijos (por ejemplo, los de infraestructura) o de los costes variables (como los salarios), y por el comportamiento de los márgenes. Otra razón es que el precio de consumo final (recogido, por ejemplo, en los IAPC del gas y de la electricidad) tiene un componente fijo que no está vinculado al volumen de energía consumida. Este elemento fijo corresponde, con frecuencia, al pago de la conexión a la infraestructura de suministro.

Por lo que se refiere a los factores institucionales, la estructura impositiva, en particular la importancia de los impuestos especiales, es también un factor decisivo para explicar la transmisión sólo parcial de los precios de las energías primarias a los precios de consumo de la energía. Un elevado nivel de impuestos especiales, fijados por unidad de consumo, reduce la incidencia proporcional de los precios de las energías primarias en el precio pagado por los consumidores. Dado el porcentaje relativamente alto de impuestos especiales sobre la energía aplicados en la zona del euro, este factor es particularmente relevante para explicar la limitada capacidad de respuesta de los precios de consumo de la gasolina y del gas a variaciones de los precios de las energías primarias.

Además, en varios países de la zona del euro se puede considerar que los precios de consumo del gas y de la electricidad para los hogares están «regulados» o «administrados». Esta regulación directa de los precios de consumo puede contribuir sin duda a reducir la volatilidad de los precios de consumo o al menos a retrasar el impacto sobre los precios de consumo de la energía. En particular, la regulación exige a menudo que los contratos legales fijen períodos durante los cuales no se puedan ajustar los



precios finales a variaciones de precios de las energías primarias. Por otro lado, en muchos países de la zona del euro los mercados del gas y de la electricidad están concentrados, lo que ofrece a las empresas interesadas un margen adicional para influir en los precios y, posiblemente, disociarlos más de los precios de los bienes intermedios.

Por último, las decisiones institucionales también pueden haber dado lugar a una estructura de suministro en la que los precios de la electricidad son relativamente poco sensibles a los precios de las energías primarias. En particular, la electricidad producida en la zona del euro depende, principalmente, de fuentes de energía cuyos precios no están relacionados con los precios volátiles del petróleo y del gas de una forma directa o inmediata. Según datos de la Agencia Internacional de la Energía, el petróleo y el gas sólo representaban el 6% y el 17%, respectivamente, de las fuentes utilizadas para la producción de electricidad en los países de la zona del euro en el 2003. El carbón se utilizaba para el 27% de la electricidad producida, mientras que los bienes intermedios cuyos precios no dependían de las tres energías primarias constituían cerca del 50% (energía nuclear, 34%; energía hidroeléctrica, 11%; otras fuentes de energía, 4%). Además, para la generación de electricidad y para la calefacción residencial y comercial, el petróleo, el gas natural y el carbón son, en cierta medida, intercambiables como fuente de energía primaria, y esta posible sustitución reduce el impacto que la perturbación de una de las tres fuentes de energía primaria pudiera tener sobre los precios de la electricidad.

Esta información se puede expresar en términos cuantitativos utilizando una regla general según la cual una subida del 10% de los precios del petróleo en euros provocaría un incremento de 1,5 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual de los precios de consumo de la energía en un plazo aproximado de seis meses. Dado que la energía tiene una ponderación del orden del 8% al 9% en el IAPC general, esto se traduce en un aumento directo de la inflación total medida por los precios de consumo de 0,1 a 0,2 puntos porcentuales (véase el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004). Evidentemente, además de este efecto directo inicial, a la hora de evaluar la incidencia global en las perspectivas de inflación también hay que tener en cuenta los efectos indirectos retardados sobre los precios de consumo de los bienes no energéticos, así como los posibles efectos secundarios sobre la fijación de precios y salarios.

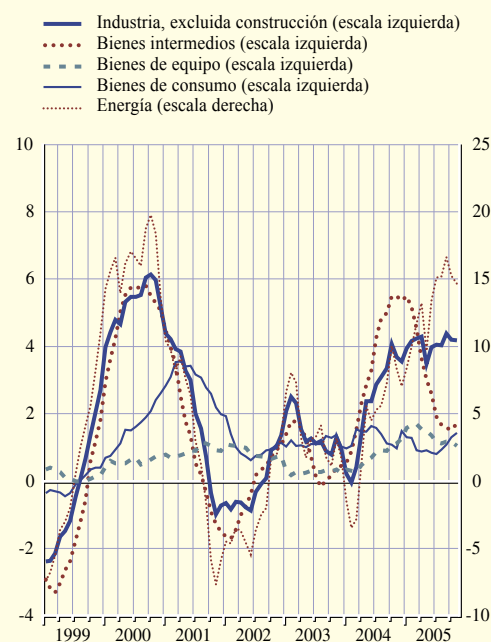
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En el momento de redactar el presente comentario, no se disponía de nueva información de precios industriales de la zona del euro desde el último Boletín Mensual, que ofrecía datos hasta noviembre del 2005. Estos datos mostraban que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo en el 4,2%, pese al leve descenso de la contribución de los precios de la energía (véase gráfico 18). La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, permaneció también en niveles reducidos. Así pues, parece que, hasta el momento, los aumentos de los precios de las materias primas sólo han producido efectos indirectos limitados sobre otros precios en las últimas fases de la cadena de producción. Este panorama viene confirmado por los datos nacionales disponibles para diciembre del 2005.

Los datos de enero del 2006 de las encuestas sobre precios en el sector manufacturero sugieren que perduraron las presiones al alza sobre los precios de los bienes intermedios de las empresas, mientras que los precios de venta registraron incrementos más moderados (véase gráfico 19). El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero, se elevó ligeramente, hasta 63, y el índice de precios de venta, hasta 51,8. Ello indica que, aunque las

**Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales**

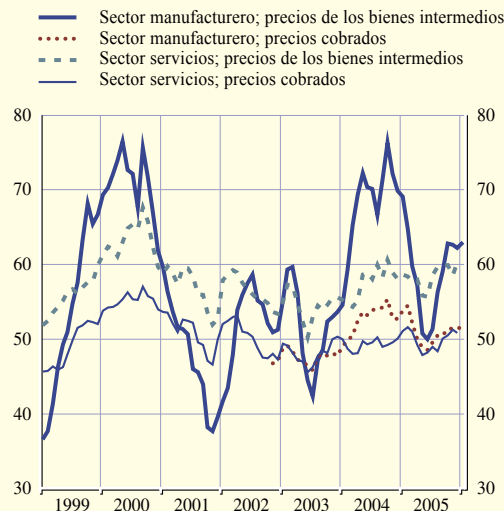
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

empresas están reacias a trasladar integralmente a sus clientes los aumentos de costes de los bienes intermedios, el incremento sostenido de los precios de las materias primas ha dado lugar a algunos efectos indirectos de escasa magnitud en los precios industriales del sector manufacturero. A la hora de formular el presente comentario, no se disponía de nuevos datos de encuestas de precios de las empresas del sector servicios desde la publicación del último Boletín Mensual. Los últimos datos de diciembre del 2005 indican que el índice de precios de los bienes intermedios se mantenía en un nivel relativamente elevado, y el índice de precios de producción, en un nivel más moderado. En consecuencia, la evidencia disponible sugiere que tampoco las empresas del sector servicios pudieron o quisieron trasladar a sus clientes la totalidad del aumento de los costes de los bienes intermedios.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Para el tercer trimestre del 2005, los datos de remuneración por asalariado de la zona del euro, obtenidos de las cuentas nacionales, indican que, pese al ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual, los costes laborales de la zona experimentaron una evolución moderada. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro aumentó 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse, en el tercer trimestre, en el 1,6% (véase cuadro 6), nivel en torno al cual ha estado fluctuando desde el tercer trimestre del 2004 (véase gráfico 20). Sin embargo, cabe observar que los datos existentes para el 2005 podrían estar sujetos a revisión cuando se disponga de datos para la totalidad del año natural.

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III
Salarios negociados	2,4	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1
Costes laborales totales por hora	3,0	2,5	2,4	2,4	3,2	2,5	2,2
Remuneración por asalariado	2,3	2,0	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,5	1,1	1,1	0,7	0,4	0,5	0,9
Costes laborales unitarios	1,8	0,9	0,4	1,0	1,1	0,9	0,7

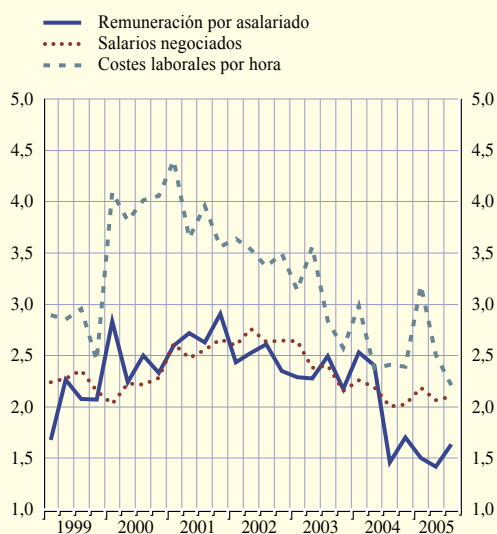
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Por sectores, la elevación de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue más pronunciada en la industria y la construcción (véase gráfico 21). En el sector servicios se produjo también un ligero ascenso, que oculta, sin embargo, la caída registrada en el sector de servicios de mercado, aunque el crecimiento salarial en este componente de servicios siguió siendo superior al del sector de servicios no de mercado. En las circunstancias actuales, siguiendo la tendencia observada desde mediados del 2002, la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en el sector servicios está claramente por debajo de la del sector industrial.

Así pues, con todos los indicadores de costes laborales de la zona del euro (es decir, remuneración por asalariado, costes laborales por hora y salarios negociados) actualmente disponibles para el tercer trimestre del 2005, la valoración general sigue siendo que, en los tres primeros trimestres del 2005, las presiones

**Gráfico 20 Indicadores de costes laborales**

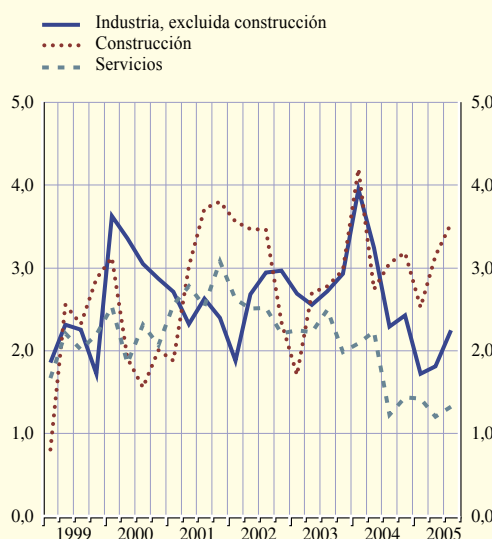
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 21 Remuneración sectorial por asalariado**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

inflacionistas derivadas de la evolución de los salarios fueron poco significativas. El repunte de la productividad del trabajo, en línea con la evolución de la producción, refuerza esta valoración, ya que contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el tercer trimestre, hasta el 0,7%, nivel bastante inferior a los observados entre los años 2001 y 2003.

### **3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO**

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron subiendo en el 2005, registrando, en el primer semestre del año, un crecimiento del 7,7% en tasa interanual, frente al 7% observado en el 2004. Sin embargo, el intenso crecimiento general oculta una considerable diversidad entre países. Este dinamismo reciente refleja, en gran medida, la pujanza de los mercados de la vivienda en España, Francia e Italia. Los datos trimestrales disponibles para el segundo semestre del 2005 seguían señalando fuertes aumentos de precios en España y Francia, aunque a un ritmo ligeramente más moderado que antes. Para una descripción más detallada de la evolución de estos precios, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

### **3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN**

A corto plazo, las tasas interanuales de inflación podrían volver a elevarse ligeramente, como consecuencia, especialmente, de nuevos aumentos de los precios de la energía y de algunos efectos de base. A más largo plazo, los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios del petróleo sobre otros componentes del índice de precios podrían materializarse gradualmente, y cabe esperar que las modificaciones anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos tengan una incidencia al alza en la inflación medida por el IAPC. Al mismo tiempo, se ha mantenido la contención salarial en los últimos trimestres y se considera que esta moderación continuará de momento, como resultado, en particular, de la presión de la competencia mundial. En conjunto, los datos actualmente disponibles concuerdan sustancialmente con el escenario reflejado en las proyecciones de inflación medida por el IAPC elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre del 2005 para este año y el próximo. Esta valoración es compartida, en general, por los expertos del sector privado (véase el recuadro titulado «Expectativas del sector privado para la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2006»).

Las perspectivas de evolución de los precios siguen estando sujetas a riesgos alcistas, relacionados con nuevas subidas de los precios del petróleo, con una mayor transmisión de lo previsto de estos precios a los precios de consumo, con aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, sobre todo, con posibles efectos secundarios sobre la fijación de precios y salarios.

## Recuadro 4

**EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO PARA LA ZONA DEL EURO. RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL PRIMER TRIMESTRE DEL 2006**

Este recuadro presenta los resultados de la trigésima encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 19 y el 23 de enero de 2006<sup>1</sup>. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

**Expectativas de inflación para los años 2006 y 2007**

Las expectativas de inflación para el 2006 se han mantenido en el 2%, al igual que en la anterior EPE. Ello se debe a que las revisiones de los supuestos han sido muy ligeras y a que se mantienen las expectativas de estabilidad, a grandes rasgos, de los precios del petróleo, aunque en niveles relativamente elevados, así como de una evolución moderada de los salarios y de estabilidad, en términos generales, de la dinámica de crecimiento. Por el contrario, las expectativas de inflación para el 2007 han experimentado una revisión al alza desde la EPE del cuarto trimestre del 2005 de 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2%. Una gran mayoría de los participantes en la encuesta atribuyeron esta revisión al alza al incremento previsto del IVA en Alemania a partir de enero del 2007. En consecuencia, las previsiones de la EPE referidas a la inflación medida por el IAPC para el 2006 y el 2007 son, en promedio, congruentes con las de Consensus Economics y las del Barómetro de la Zona del Euro publicadas a mediados de enero (véase cuadro).

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	Dic 2006	2006	Dic 2007	2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE I 2006	1,9	2,0	1,9	2,0	1,9
Encuesta EPE anterior (EPE IV 2005)	-	2,0	-	1,8	1,9
Consensus Economics (enero 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
<b>Crecimiento del PIB real</b>	<b>2006 III</b>	<b>2006</b>	<b>2007 III</b>	<b>2007</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
Encuesta EPE I 2006	1,9	2,0	1,9	1,9	2,1
Encuesta EPE anterior (EPE IV 2005)	-	1,7	-	2,0	2,1
Consensus Economics (enero 2006)	-	1,9	-	1,8	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2006)	-	1,9	-	1,7	1,8
<b>Tasa de desempleo<sup>1)</sup></b>	<b>Nov 2006</b>	<b>2006</b>	<b>Nov 2007</b>	<b>2007</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
Encuesta EPE I 2006	8,1	8,2	7,8	8,0	7,2
Encuesta EPE anterior (EPE IV 2005)	-	8,5	-	8,2	7,5
Consensus Economics (enero 2006)	-	8,3	-	8,1	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2006)	-	8,3	-	8,2	7,6

1) En porcentaje de la población activa.

2) En las encuestas EPE actual y anterior, y en el Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2010. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2011-2015 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de octubre del 2005).

1 Pueden consultarse más datos en el sitio web del BCE ([www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)).

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a sus previsiones. Esta distribución proporciona información sobre la probabilidad, expresada en porcentaje, de que los resultados futuros se encuentren dentro de un intervalo determinado. La distribución de probabilidad derivada de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que los resultados se sitúen por encima o por debajo del resultado más probable. Algunos de los participantes en la EPE se refirieron en enero del 2006 a los precios del petróleo como un factor de riesgo al alza para las perspectivas de inflación. Al mismo tiempo, la distribución de probabilidad para la inflación correspondiente al 2006 resultante de la última EPE indica un desplazamiento adicional al alza de los riesgos (véase gráfico A). Los participantes en la EPE estiman que la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2006 entre el 2% y el 2,4% es ahora del 49%, frente a una probabilidad del 44% en la encuesta anterior. En cuanto al 2007, se considera que la probabilidad de que la inflación se sitúe en este intervalo es ahora del 40%, frente al 30% de la EPE del cuarto trimestre del 2005.

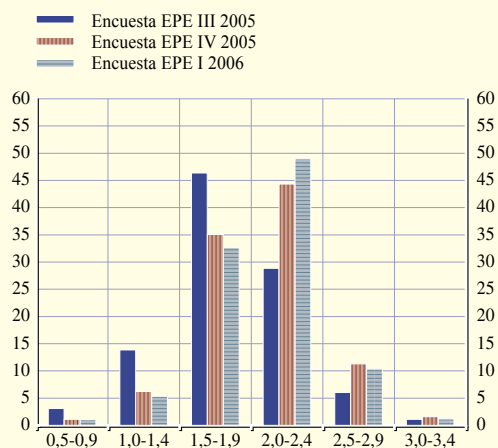
### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a cinco años vista se mantienen sin variación en el 1,9%, el mismo nivel de las últimas diecisiete encuestas, en consonancia con las estimaciones publicadas recientemente por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico B, la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en el 2% o por encima de este valor, aumentó ligeramente en el primer trimestre del 2006, lo que apunta a un leve incremento en la percepción de riesgos alcistas para la inflación a largo plazo.

Los resultados de la encuesta EPE pueden compararse también con un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, calculadas como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación. Las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012 y en el 2015, han permanecido estables a grandes rasgos desde

**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2006 en las tres últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

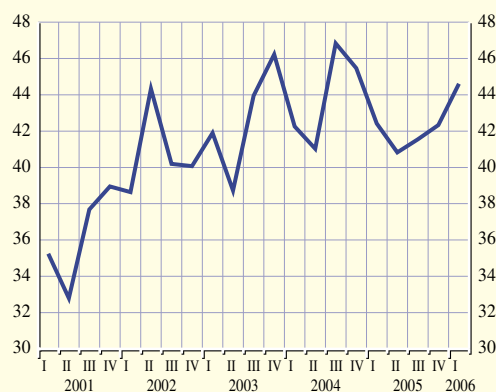
(en porcentaje)



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

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

(en porcentaje)



octubre del 2005 (véase gráfico C)<sup>2</sup>. No obstante, las tasas de inflación implícita no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, pues pueden incorporar también varias primas de riesgo, (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, su evolución podría reflejar, en parte, una mayor incertidumbre entre los inversores respecto a la inflación futura y, por tanto, una disposición a pagar una prima de cobertura.

### Expectativas de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro

En comparación con la encuesta de octubre del 2006, los participantes en la EPE han revisado al alza sus expectativas de crecimiento del PIB real en el 2006 en 0,3 puntos porcentuales hasta el 2%. Esta corrección al alza se ha debido fundamentalmente a la mejora de las expectativas referidas a la demanda interna, asociada, en parte, a una mejora de las condiciones del mercado de trabajo, que debería contribuir a impulsar el crecimiento del consumo. Según algunos de los encuestados, en el segundo semestre del 2006, el crecimiento del consumo debería también beneficiarse del anticipo del gasto que los consumidores realizarán en previsión del incremento del IVA en Alemania a partir de enero del 2007. No obstante, se espera que este último factor tenga un efecto moderador sobre el consumo en el 2007, lo que explica en gran medida la ligera revisión a la baja (de 0,1 puntos porcentuales hasta 1,9%) que para ese año se refleja en la última encuesta. Se estima que los principales riesgos a la baja para las perspectivas referidas al crecimiento del PIB real en el 2006 siguen estando relacionados con los precios del petróleo y con una nueva apreciación del euro. También se mencionan los riesgos al alza para el crecimiento del PIB real, y las favorables condiciones de financiación, la estabilidad de precios y la mejora de la rentabilidad se consideran factores clave que podrían contribuir a la recuperación de la inversión. Las expectativas de crecimiento a plazo más largo (a cinco años vista) se mantienen sin cambios en el 2,1%. Las previsiones de la EPE para el crecimiento del PIB real son ligeramente más optimistas que las estimaciones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro en todos los horizontes temporales considerados (véase cuadro).

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo se han revisado a la baja para todos los horizontes temporales. En este momento se espera que la tasa de desempleo se sitúe en el 8,2% en el 2006 y en el 8% en el 2007. Los principales factores mencionados como motivo de este descenso son un aumento del crecimiento a corto plazo y el efecto de las recientes reformas del mercado de trabajo, tanto a corto como a largo plazo, efectuadas en algunos países. No obstante, las revisiones de los promedios se explican también por las revisiones estadísticas de los datos de desempleo realizadas en los últimos meses. En este momento, se espera que la tasa de desempleo se sitúe en el 7,2% en el 2010, si bien se estima que esta previsión es muy incierta y depende en gran medida de las reformas del mercado de trabajo que se introduzcan.

2 Conviene mencionar que la tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el vencimiento (residual) de los bonos utilizados en su elaboración y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de algunos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción del concepto de tasa de inflación implícita, véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

Gráfico C Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Tesoro francés, Reuters, Consensus Economics y BCE.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores económicos publicados confirman el patrón de fortalecimiento de la actividad económica en el segundo semestre del 2005. Los positivos resultados de las encuestas, y los datos de producción industrial en concreto, apuntan a un crecimiento sostenido y a una mejora gradual del mercado de trabajo a comienzos del 2006. Sin embargo, estas favorables perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, procedentes especialmente de los desequilibrios mundiales y de la incertidumbre acerca de la evolución de los precios del petróleo.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional para el tercer trimestre del 2005 confirmó el sólido crecimiento del PIB de la zona del euro, a una tasa intertrimestral del 0,6%. Tras las tasas de crecimiento del 0,3% y del 0,4% registradas en el primer y en el segundo trimestres, respectivamente (véase gráfico 22), este elevado crecimiento sugiere un repunte de la actividad en el segundo semestre del 2005, conforme a las expectativas de que se produzca una recuperación gradual de la economía de la zona del euro.

En lo que se refiere a la composición del crecimiento del PIB real de la zona del euro, el panorama se mantiene prácticamente sin cambios con respecto a la primera estimación. La demanda interna (excluidas las existencias) fue la variable que más contribuyó al crecimiento del PIB real, sobre todo debido al intenso crecimiento de la inversión (revisado ligeramente a la baja, hasta el 1,3% en tasa intertrimestral) y al moderado avance del consumo privado (0,3%, en tasa intertrimestral). La contribución de las existencias fue negativa en el tercer trimestre, aunque este componente del gasto se revisó levemente al alza en la segunda estimación. La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real se revisó moderadamente a la baja, como consecuencia de un menor crecimiento de las exportaciones, aunque sigue siendo positiva.

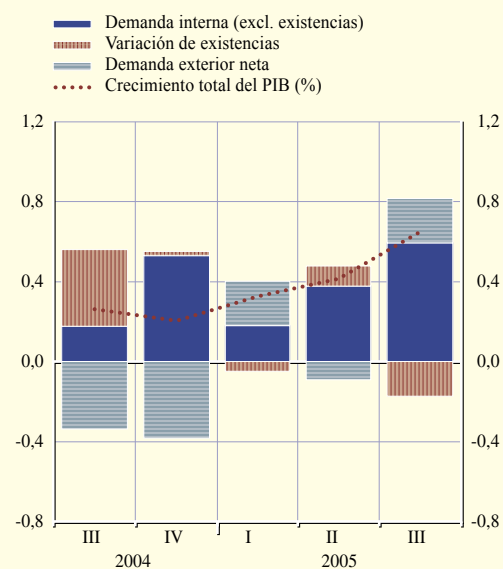
También se dispone del detalle de la inversión para el tercer trimestre del 2005, que muestra tasas de crecimiento intertrimestral positivas para todos los componentes. La inversión en construcción (aproximadamente un 50% de la inversión total) aumentó un 0,2%, en términos intertrimestrales, registrando una desaceleración con respecto al segundo trimestre. En cuanto a la inversión excluida la construcción, el crecimiento se intensificó en el tercer trimestre, sobre todo en la inversión en maquinaria y productos metálicos (un 30% del total) y en material de transporte (en torno al 10% del total). En el primer caso, el incremento fue del 2,9%, en tasa intertrimestral, tras haberse mantenido sin cambios en el segundo trimestre, mientras que, en el segundo, fue del 3,6%, tras el descenso experimentado en el trimestre anterior.

#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El repunte de la actividad observado en el tercer trimestre del 2005 obedeció a una evolución ligeramente divergente de los principales sectores. Tanto la industria como los servicios contribuyeron positivamente al crecimiento. Mientras que el valor añadido real de la industria se incrementó a un ritmo más lento que

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.



en el segundo trimestre (un 0,7%, en tasa intertrimestral), la tasa de crecimiento del valor añadido real de los servicios (0,5%) superó la del segundo trimestre. En la agricultura, el valor añadido real se mantuvo estabilizado en el tercer trimestre, lo que supone una mejora con respecto a los descensos registrados en los dos trimestres anteriores.

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) creció un 1,3%, en tasa intermensual, en noviembre del 2005, tras las reducciones mensuales observadas en septiembre y octubre (véase gráfico 23). En términos de medias móviles de tres meses, la tasa de crecimiento disminuyó en noviembre, aunque siguió siendo positiva, y el mayor crecimiento continuó registrándose en los bienes intermedios.

Los nuevos pedidos experimentaron un aumento en noviembre del 2005, que se cifró en el 4,9% en tasa intermensual. En términos de medias móviles de tres meses, los últimos resultados muestran un avance del 2,5% en noviembre. Desde una perspectiva a más largo plazo, los nuevos pedidos industriales mantuvieron la tendencia al alza observada desde comienzos del año pasado, lo que confirma las perspectivas positivas para la actividad industrial.

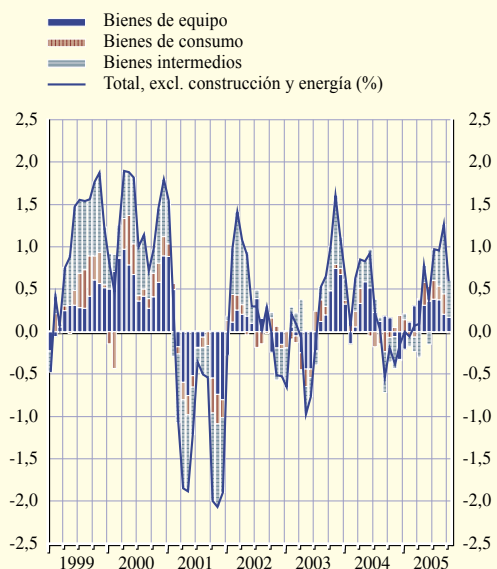
#### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Los resultados de las encuestas tanto para las manufacturas como para los servicios siguen corroborando las expectativas de una expansión económica sostenida. En lo que respecta a las manufacturas, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registró una nueva subida en enero, situándose en el nivel observado a finales del 2004. El índice de directores de compras de las manufacturas se mantuvo prácticamente estable en enero, tras los incrementos experimentados en los últimos meses. Su nivel muestra claramente una expansión (por séptimo mes consecutivo) y se encuentra por encima del nivel medio del cuarto trimestre del 2005. En general, la evolución registrada últimamente tanto en el indicador de confianza industrial como en el índice de directores de compras sugiere que se dan las condiciones adecuadas para que se produzca una recuperación de la actividad industrial a comienzos del 2006 (véase gráfico 24).

En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea alcanzó en enero su nivel más elevado desde agosto del 2001. Además, el índice de actividad comercial de la encuesta a los directores de compras de los servicios (disponible sólo hasta diciembre del 2005) también parece haberse recuperado en los últimos meses, y actualmente apunta a un crecimiento significativo de la actividad. En diciembre del 2005, todos los componentes de la encuesta registraron un aumento, incluidos los pedidos pendientes, los nuevos pedidos, las expectativas de negocio y el empleo. Por lo tanto, la información disponible procedente de las encuestas también presenta señales positivas para los servicios en torno a finales de año.

**Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

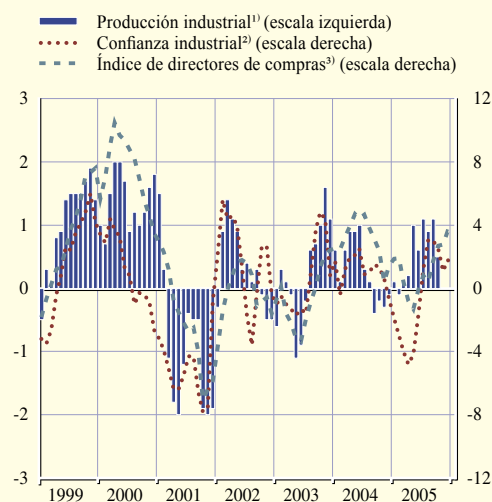
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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.

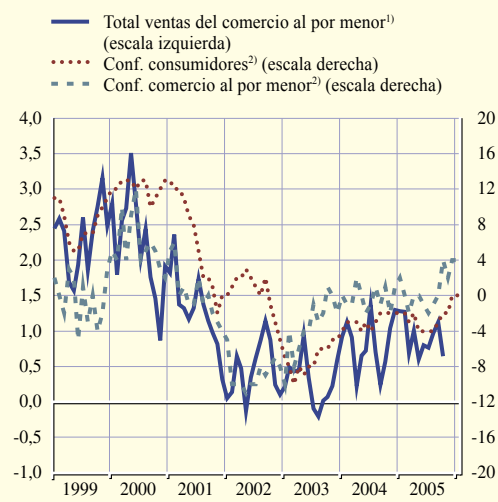
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

(datos mensuales)



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

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

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

## INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El consumo privado continuó mejorando en el tercer trimestre del 2005, aunque un ritmo moderado. Por el momento no hay indicios de que se vaya a producir un nuevo y significativo fortalecimiento en el cuarto trimestre, aunque la información de que se dispone es muy limitada.

El volumen de ventas del comercio al por menor se mantuvo estable en noviembre del 2005, como consecuencia del descenso en las ventas de los alimentos y del aumento en el volumen de ventas de los productos no alimenticios, lo que provocó un ligero descenso en términos de medias móviles de tres meses. En cuanto a otros indicadores del gasto de los hogares, las matriculaciones de automóviles cayeron un 1%, en tasa intermensual, en diciembre, tras haber registrado descensos de igual magnitud en los dos meses anteriores. Como resultado, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 1% en el cuarto trimestre, tras haber registrado tasas de crecimiento positivas (pero en disminución) tanto en el segundo como en el tercer trimestres del 2005.

Aunque las contribuciones al consumo privado procedentes del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles puede que sean menores en el cuarto trimestre del 2005 que en el tercero, la confianza de los consumidores se está recuperando lentamente. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo sin cambios en enero, situándose en torno a su media a largo plazo, tras haber mejorado gradualmente en el segundo semestre del 2005 (véase gráfico 25).

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos disponibles sugieren que la situación del mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando paulatinamente. En concreto, las expectativas de creación de empleo tanto en la industria

como en los servicios apuntan a una evolución positiva del mercado de trabajo a comienzos del 2006.

### DESEMPLEO

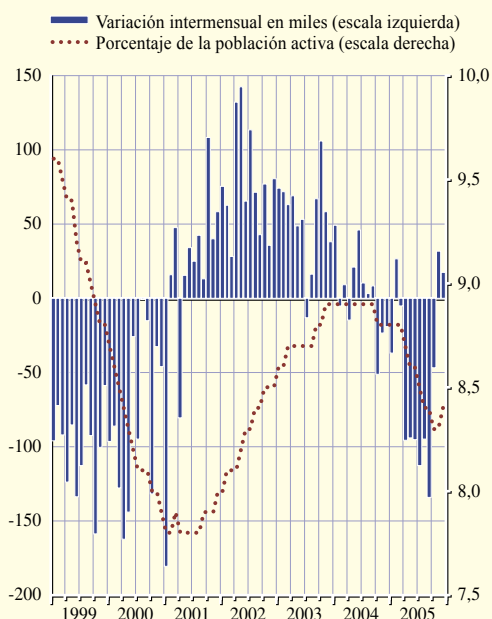
La tasa de paro de la zona del euro creció 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 8,4% en diciembre del 2005, tras haberse mantenido sin cambios en noviembre (véase gráfico 26). Sin embargo, este aumento de las cifras de paro es atribuible, en parte, al redondeo. El número de desempleados se incrementó en unos 17.000 (aproximadamente la mitad que en noviembre). Al igual que en meses anteriores, las cifras de paro se han visto condicionadas, en gran medida, por los últimos cambios metodológicos e institucionales registrados en algunos países y que han incrementado la volatilidad de las cifras, especialmente en Alemania. Ello hace que resulte difícil valorar la tendencia subyacente. Si se excluye Alemania, el número total de parados en la zona del euro se redujo en diciembre.

### EMPLEO

El empleo aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2005. Esta cifra refleja la continuación de la mejora del crecimiento del empleo que se observó en el segundo trimestre (0,1%), en comparación con la estabilidad de las cifras de empleo que se apreció en el primer trimestre (véase cuadro 7). El alza que se registró en el tercer trimestre se debió a un mayor crecimiento del empleo en los servicios, mientras que en la industria se mantuvo estable por segundo trimestre consecutivo.

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

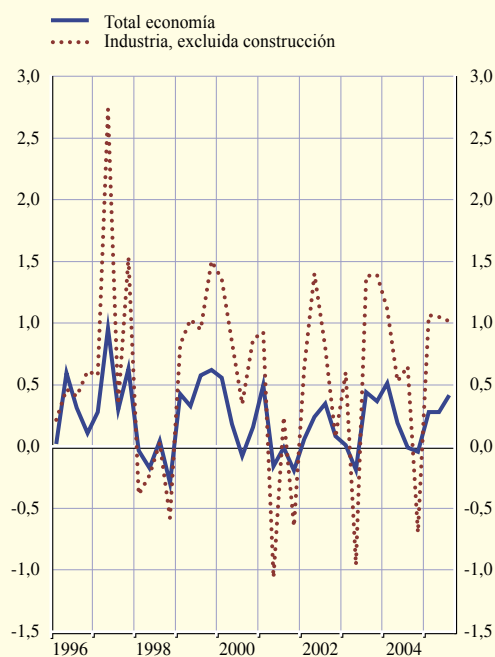
(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2003	2004	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III
Total de la economía	0,3	0,7	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2
Del cual:							
Agricultura y pesca	-2,0	-0,8	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,8
Industria	-1,0	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
Excluida la construcción	-1,5	-1,6	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,2
Construcción	0,2	1,0	1,1	-0,3	0,0	0,3	0,3
Servicios	0,9	1,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4
Comercio y transporte	0,3	0,9	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2
Finanzas y empresas	1,3	2,6	0,6	0,5	0,7	0,3	0,6
Administración pública	1,3	1,2	0,3	0,5	0,4	0,2	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 27 Productividad del trabajo**

(tasas de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El intenso ritmo de la actividad económica en el tercer trimestre del 2005 superó claramente el crecimiento del empleo, lo que dio lugar a un aumento de la productividad del trabajo en la zona del euro (véase gráfico 27). La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo fue del 0,9% en el tercer trimestre del 2005, tras haber alcanzado tasas del 0,4% y del 0,5% en el primer y segundo trimestres, respectivamente. El incremento se debió, principalmente, a una mejora del crecimiento interanual de la productividad del trabajo en la construcción y también, aunque en menor medida, en los servicios. En general, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo para el total de la economía en el tercer trimestre se mantuvo por debajo de la tasa media registrada en el 2004.

Los datos de las últimas encuestas ofrecen señales dispares con respecto a la situación del mercado de trabajo. Aunque el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras de los servicios alcanzó su nivel más elevado en más de cuatro años en diciembre del 2005, el índice de empleo de las manufacturas se redujo en enero del 2006, hasta situarse ligeramente por debajo del umbral de 50. Las expectativas de creación de empleo del indicador de confianza en la Comisión Europea

disminuyeron en enero tanto en la industria como los servicios, pero se mantuvieron próximas a los niveles más elevados observados en los últimos cuatro años.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las últimas estimaciones respaldan la opinión de que es probable que el fortalecimiento de la actividad económica y su generalización en el segundo semestre del 2005 se mantengan en el 2006. El entorno exterior es favorable y supone un respaldo para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión mantenga su solidez, aprovechando el prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, la reestructuración de los balances y el aumento, acumulado y en curso, de los beneficios y de la eficiencia de las empresas. El crecimiento del consumo también debería intensificarse con el tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación del mercado de trabajo mejore gradualmente. Las expectativas de que se produzca un crecimiento sostenido en el 2006 son acordes con las previsiones de organizaciones internacionales y de instituciones privadas, así como con las previsiones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre. No obstante, estas perspectivas también están sujetas a riesgos a la baja derivados, sobre todo, de la incertidumbre acerca de la evolución de los precios del petróleo y de los desequilibrios mundiales.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de relativa estabilidad en diciembre, el euro se apreció moderadamente en enero. El fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales durante este período fue consecuencia, en gran medida, de su apreciación frente al dólar estadounidense y, en menor grado, frente al yen japonés y al renminbi chino, apreciación que sólo se compensó en parte con su depreciación frente a la libra esterlina y algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras un período de relativa estabilidad en diciembre del 2005, el euro se apreció frente al dólar estadounidense en enero del 2006 (véase gráfico 28). Las expectativas de los mercados respecto al futuro rumbo de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro parecen haber contribuido a esta evolución. Además, muchos participantes en el mercado siguen considerando que los grandes desequilibrios externos que registra Estados Unidos constituyen un importante factor de riesgo para la moneda estadounidense. En resumen, el 1 de febrero, el euro cotizaba a 1,21 dólares, es decir, un 2,5% por encima del nivel de diciembre, pero todavía un 2,8% por debajo de la media del año 2005.

#### YEN JAPONÉS/EURO

Tras una apreciación relativamente fuerte y generalizada del yen japonés en diciembre del 2005, el euro se fortaleció frente a la moneda japonesa. La favorable información respecto a las perspectivas de la economía de la zona del euro parece haber contribuido a la fortaleza del euro frente al yen. El 1 de febrero de 2006, el euro cotizaba a 142,2 yenes, es decir, un 2,4% por encima del nivel de finales de diciembre y un 3,9% por encima de la media del año 2005 (véase gráfico 28).

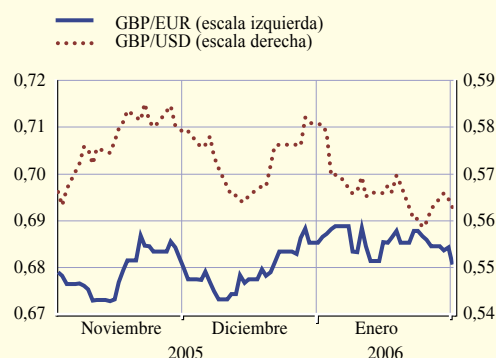
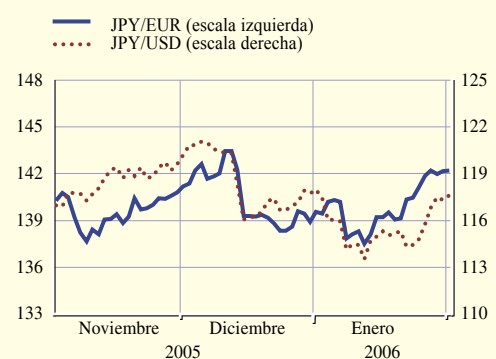
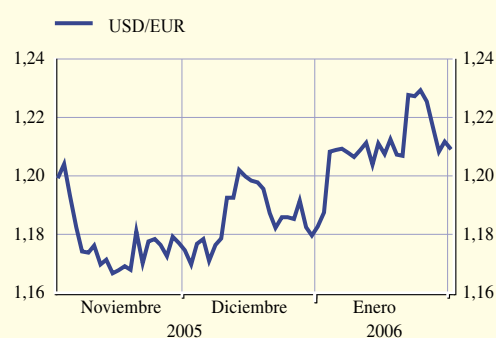
#### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En enero la mayoría de las monedas del MTC II cotizaban al tipo de cambio correspondiente a la paridad central o en torno a dicha paridad (gráfico 29), con la excepción de la corona eslovaca, que se apreció un 1,6% frente al euro en enero para cotizar, el 1 de febrero, un 3,1% por encima de la paridad en la parte alta de la banda de fluctuación en el mecanismo.

Por lo que respecta a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció

Gráfico 28 Evolución de los tipos de cambio

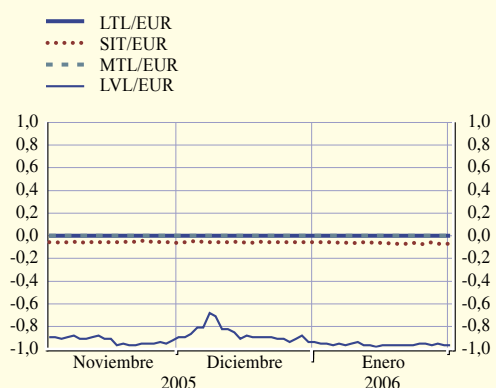
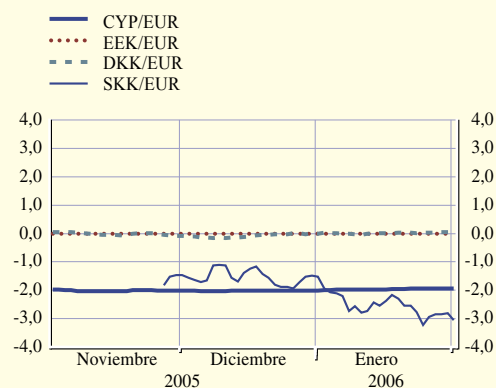
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

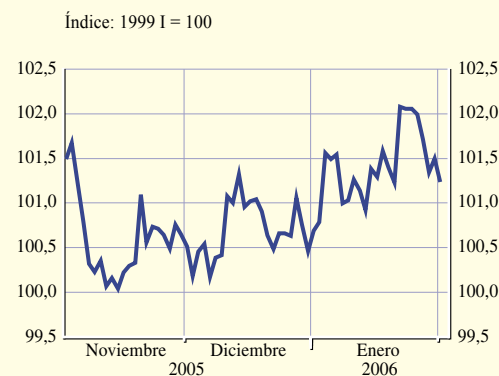
(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)



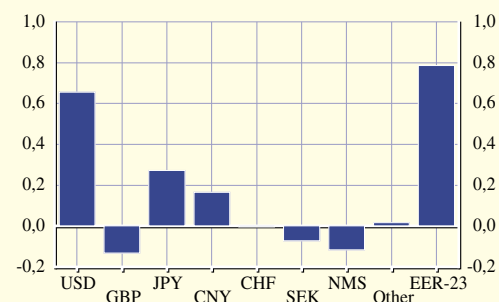
Fuente: BCE.  
 Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/alta de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es  $\pm 2,25\%$ ; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es  $\pm 15\%$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

**Gráfico 30 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
 30 diciembre 2005 - 1 febrero 2006  
 (en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.  
 1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.  
 2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-23 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro y la contribución agregada de las monedas de los diez nuevos Estados miembros (NEM) que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004. La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-23 de los otros siete socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

frente a la libra esterlina, para cotizar el 1 de febrero a 0,68 libras, es decir, un 0,7% por debajo del nivel de diciembre y un 0,5% por debajo de la media del año 2005. El euro se depreció un 1,6% frente a la corona sueca, que experimentó una recuperación bastante generalizada durante el período considerado, y se depreció frente a la corona checa (2,1%), el forint húngaro (0,6%) y el zloty polaco (1,2%). En la apreciación de las monedas de Europa central y oriental podrían haber influido, en parte, los recientes acontecimientos políticos en Polonia que, al parecer, tuvieron un efecto positivo en la actitud de los mercados respecto al zloty polaco y otras monedas de la región.

## OTRAS MONEDAS

Desde finales de diciembre, el euro se ha mantenido, en general, estable frente al franco suizo. En enero, se apreció frente a la corona noruega (0,9%) y varias monedas de Asia, y se mantuvo estable frente al dólar canadiense y el dólar australiano.

## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de febrero, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,8% por encima del nivel registrado a finales de diciembre, pero un 1,7% por debajo de la media del año 2005 (véase gráfico 30). El fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales durante este período tuvo su origen, en gran medida, en su apreciación frente al dólar estadounidense y, en menor grado, frente al yen japonés y el renminbi chino, apreciación que sólo se compensó en parte con su depreciación frente a la libra esterlina y algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

En noviembre del 2005, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses de la zona del euro registró un déficit de 21,7 mm de euros (0,3% del PIB), frente al superávit de 42,6 mm de euros contabilizado un año antes. Este cambio fue consecuencia, principalmente, del notable descenso del superávit de la balanza de bienes que, a su vez, se debió en gran medida al aumento de las importaciones de petróleo. En la cuenta financiera, las entradas netas acumuladas del agregado de inversiones directas y de cartera siguieron reduciéndose, situándose en 56,7 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta el final de noviembre. Esta evolución se debió, en gran parte, al progresivo descenso de las entradas netas de inversiones de cartera en acciones y participaciones a partir del verano del 2005.

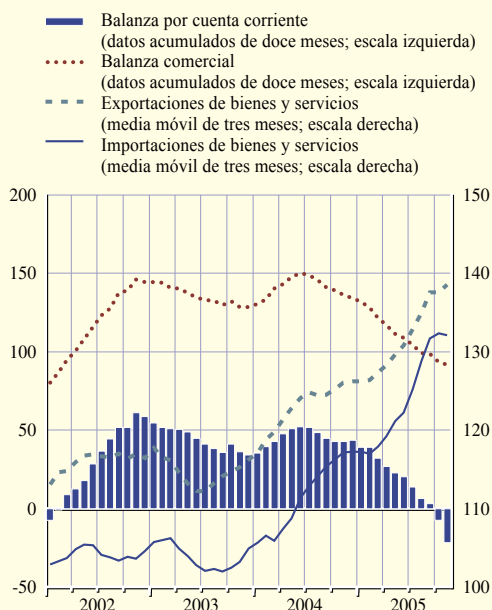
## COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos correspondientes a noviembre del 2005 indican que las importaciones y las exportaciones nominales de bienes y servicios de fuera de la zona del euro mantienen una trayectoria ascendente (véase gráfico 31). La media móvil de tres meses de las exportaciones nominales continúa creciendo a un ritmo sostenido aunque muestra una cierta desaceleración. En noviembre, se incrementó un 2,7% en comparación con las cifras correspondientes de agosto (véase cuadro 8), como consecuencia de un aumento del 3,5% en las exportaciones de bienes, mientras que las exportaciones nominales de servicios se mantuvieron más bien estables. Durante el mismo período el crecimiento de las importaciones experimentó un cierto retroceso, hasta el 2,5%, como resultado del menor crecimiento de las importaciones bienes y del crecimiento negativo de las importaciones de servicios.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los datos facilitados por Eurostat respecto a la desagregación del comercio exterior por volúmenes

Gráfico 31 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(mm de euros; datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses: período que finalizó en				Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	2005 Oct	2005 Nov	2005 Feb	2005 May	2005 Ago	2005 Nov	2004 Nov	2005 Nov
<b>Cuenta corriente</b>	-7,4	-10,7	2,1	0,4	-3,0	-6,8	42,6	-21,7
Bienes	1,1	3,1	7,2	6,2	3,9	3,5	107,0	62,5
Exportaciones	103,2	107,7	95,8	98,4	102,2	105,8	1.118,6	1.206,4
Importaciones	102,1	104,6	88,6	92,2	98,3	102,3	1.011,7	1.144,0
Servicios	3,2	3,4	2,3	2,3	2,3	3,0	29,5	29,3
Exportaciones	32,5	32,6	30,6	31,2	32,8	32,8	357,7	382,6
Importaciones	29,3	29,2	28,4	28,9	30,6	29,8	328,3	353,2
Rentas	-7,3	-10,1	-1,8	-3,3	-4,5	-7,2	-38,0	-50,5
Transferencias corrientes	-4,4	-7,2	-5,5	-4,8	-4,7	-6,1	-55,8	-63,0
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-9,9	-2,8	17,0	2,9	5,8	5,0	-23,4	91,9
Total inversiones directas y de cartera	-13,0	-43,7	11,9	-2,8	19,2	-9,4	-41,7	56,7
Inversiones directas	-6,4	-12,2	-4,5	-3,5	-34,6	-6,8	-51,7	-148,3
Inversiones de cartera	-6,6	-31,5	16,4	0,7	53,8	-2,6	10,0	204,9
Acciones y participaciones	-12,7	-6,5	8,9	-7,7	54,2	-3,0	-4,7	157,5
Valores distintos de acciones	6,1	-24,9	7,5	8,3	-0,4	0,4	14,7	47,5
Bonos y obligaciones	-9,1	-13,8	-0,5	3,7	-1,4	-7,3	76,4	-16,3
Instrumentos del mercado monetario	15,2	-11,2	8,0	4,7	1,0	7,6	-61,7	63,8

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.

y precios indica que los elevados niveles alcanzados por las exportaciones reales de bienes de equipo explican, en gran medida, el sólido crecimiento de las exportaciones reales desde los primeros meses del 2005 (véase gráfico 32), lo que parece coincidir con la evidencia de un vigoroso aumento de los gastos de capital en muchos de los principales mercados de exportación de la zona del euro. Por destino, el fuerte crecimiento de las exportaciones reales a Asia (especialmente China) y a los nuevos Estados miembros de la UE parece ser el principal factor determinante de la trayectoria sostenida de las exportaciones reales de la zona del euro durante la mayor parte de este período (véase gráfico 33). No obstante, más recientemente las exportaciones reales a Asia han experimentado una cierta contracción (que se corresponde con una desaceleración de las importaciones en esta región), que podría contribuir a explicar el crecimiento más lento de las exportaciones reales de la zona del euro en los últimos meses.

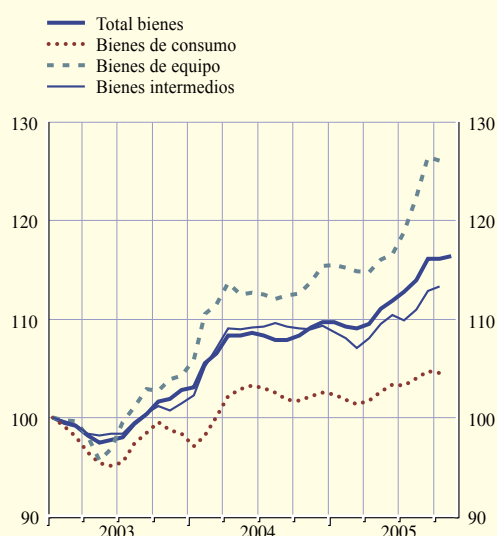
Al mismo tiempo, la reciente disminución del crecimiento de las importaciones nominales de bienes refleja la evolución de las importaciones reales, ya que los precios de importación continúan en ascenso. El aumento de los precios de importación del sector manufacturero podría tener relación con la depreciación del euro y con la subida de los costes de producción de las empresas que proveen productos importados a la zona del euro tras el alza de los precios del crudo. La evolución de las importaciones de bienes de equipo explica la moderada desaceleración de las importaciones reales de la zona del euro en los últimos meses, mientras que el crecimiento de las importaciones reales de bienes intermedios y de consumo se mantuvo prácticamente estable.

En noviembre, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes fue de 62,5 mm de euros, lo que representa un descenso de unos 45 mm de euros en comparación con un año antes. Este descenso se debió, en gran medida, al aumento del coste de las importaciones como consecuencia del alza de los precios del crudo. Al mismo tiempo, el déficit de la balanza de rentas se incrementó en 12,5 mm de



**Gráfico 32 Exportaciones reales de algunos bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro**

(índice: enero 2003 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

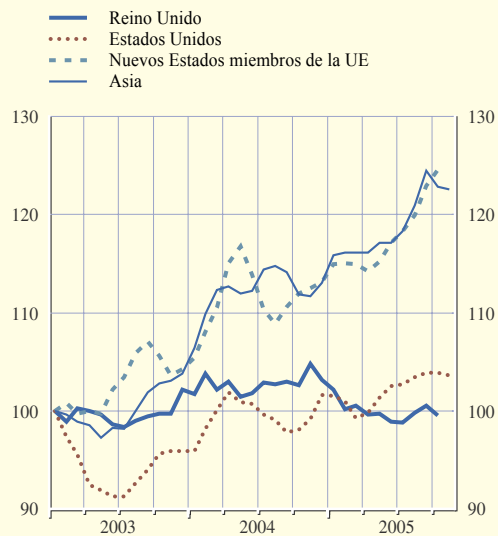


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a octubre del 2005, salvo para las exportaciones totales de bienes (noviembre 2005).

**Gráfico 33 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre del 2005, salvo para el Reino Unido y los nuevos Estados miembros de la UE (octubre del 2005).

euros en el mismo período, como resultado de un mayor aumento de los pagos por este concepto que de los correspondientes ingresos. Dicho aumento tuvo, en parte, su origen, en el significativo incremento observado en los últimos años, en el saldo de los valores de renta variable de la zona del euro en poder de no residentes. En vista de todo lo anterior, y considerando que el superávit de la balanza de servicios se mantuvo prácticamente estable y que el déficit de transferencias corrientes se elevó unos 7,2 mm de euros, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses continuó aumentando hasta situarse, en noviembre del 2005, en 21,7 mm de euros (alrededor del 0,3% del PIB), frente a los 42,6 mm de euros registrados un año antes.

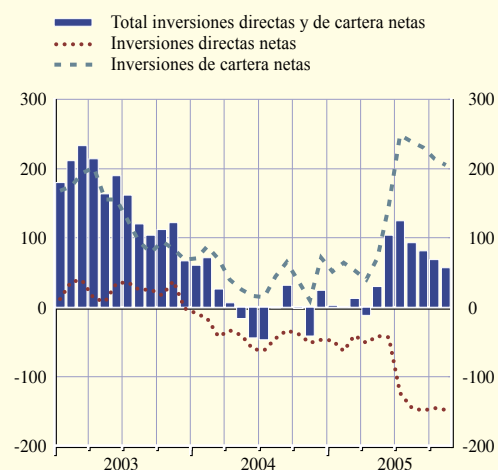
La distribución geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulada de doce meses hasta el tercer trimestre del 2005 indica que el superávit frente a Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin cambios, mientras que el superávit frente a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro aumentó ligeramente y el déficit frente a Japón experimentó una moderada reducción. Por lo tanto, el descenso total del superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro durante el mismo período (44,3 mm de euros, en comparación con un año antes) se debió, en su mayoría, a un incremento del déficit frente a «otros países» y, en particular, frente a los países exportadores de petróleo.

### CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, unas salidas netas mensuales de 9,4 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2005 (véase cuadro 8), como resultado de las salidas netas de inversiones directas (6,8 mm de euros) y de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones (3 mm de euros). Las salidas netas de inversiones de cartera contrastan con las entradas netas mensuales contabilizadas en el periodo de tres meses trans-

**Gráfico 34 Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta en (de) la zona del euro.

currido hasta agosto del 2005 (54,2 mm de euros). El menor crecimiento interanual de los beneficios empresariales en la zona del euro en relación con otras grandes regiones económicas en el segundo semestre del 2005 podría explicar, en parte, el cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, experimentado en las inversiones de cartera en valores de renta variable durante este período.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera, aunque siguieron siendo considerables (56,7 mm de euros) en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2005, se han ido reduciendo progresivamente desde el verano de ese año (véase gráfico 34). Esta evolución tiene su origen en el descenso de las inversiones de cartera en acciones y participaciones de la zona del euro, que han sido el principal factor determinante de las entradas de capital en la zona durante la mayor parte del año 2005. Al mismo tiempo, la zona del euro registró entradas netas de valores distintos de acciones, ya que las salidas netas de bonos y obligaciones, que coincidieron con el aumento del

diferencial de rendimientos a largo plazo entre la deuda pública de Estados Unidos y la zona del euro, se compensaron con creces con las entradas netas de instrumentos del mercado monetario.

En los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2005, las salidas netas de inversiones directas aumentaron 97 mm de euros en comparación con un año antes, como consecuencia del incremento de las inversiones en el exterior realizadas por residentes en la zona del euro y del descenso de las inversiones en la zona del euro por parte de no residentes (gráfico 34). La recuperación económica en la zona del euro durante el año 2005 podría haber servido de estímulo para que las empresas multinacionales de la zona buscaran una expansión en el exterior, a fin de mejorar su situación de competitividad a través de sus filiales extranjeras. En el contexto del sólido crecimiento económico registrado en el 2005 en otras regiones del mundo, las empresas multinacionales podrían haber desviado, en parte, sus inversiones de la zona del euro.

La distribución geográfica de la cuenta financiera de la zona del euro indica que en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2005, las inversiones directas de la zona en el Reino Unido y en los nuevos Estados miembros de la UE aumentaron en comparación con el mismo período del año anterior. Por lo que respecta a las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior, el mayor incremento se registró en los bonos y obligaciones emitidos por los centros financieros extraterritoriales y los nuevos Estados miembros de la UE.

## ARTÍCULOS

# ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han mostrado, en promedio, un relativo dinamismo en los últimos cinco años, aunque su evolución ha presentado diferencias significativas de un país a otro. La fuerte demanda de vivienda ha estado relacionada, en parte, con el descenso de los tipos de interés que ha acompañado, en muchos países, a la introducción de la moneda única y que ha elevado notablemente la capacidad de pago de viviendas más caras. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda de vivienda sólo le ha correspondido un incremento gradual de la oferta.

El aumento de los precios de la vivienda y el consiguiente mayor endeudamiento de los hogares se han producido en conjunción con posibles señales de la existencia de crecientes riesgos de sobrevaloración en algunas áreas de la zona del euro. Por estos motivos, es necesario realizar un seguimiento preciso de la evolución de los precios de la vivienda, especialmente en un entorno en el que el dinamismo de estos precios ha estado acompañado por un marcado incremento de los préstamos para vivienda.

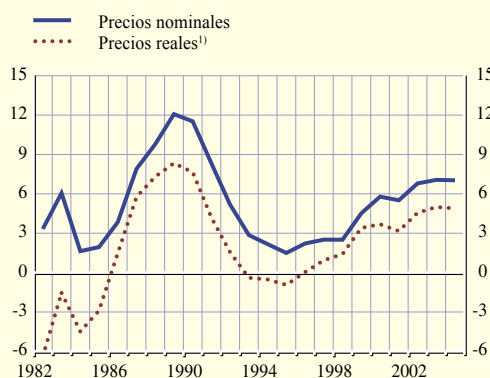
### I INTRODUCCIÓN

La evolución de los precios de los inmuebles residenciales es un factor importante a la hora de adoptar decisiones de política monetaria orientadas a mantener la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo. Por ejemplo, las variaciones de estos precios pueden afectar al comportamiento de consumo de los hogares, en particular a través del efecto riqueza y de la inversión residencial<sup>1</sup>. Normalmente, la evolución de los precios de la vivienda está estrechamente asociada a la del crédito. Aunque los precios de los inmuebles residenciales no están incluidos en el IAPC, pueden influir indirectamente en el componente de alquileres<sup>2</sup>. La importancia de la evolución de los precios de los inmuebles residenciales desde la perspectiva de la política monetaria se deriva también de los altos costes económicos que pueden acarrear la formación y posterior explosión de burbujas inmobiliarias<sup>3</sup>.

Desde el punto de vista de la política monetaria, es esencial conocer los factores determinantes en la formación de los precios de la vivienda, dada su incidencia en la economía. En el presente artículo se analiza la situación actual del mercado de la vivienda de la zona del euro, utilizando dos enfoques para el seguimiento de la evolución de los precios de los inmuebles residenciales. El primer enfoque combina la información sobre factores que influyen tanto en la oferta como en la demanda de vivienda. Estos dos aspectos han de considerarse por separado, dado que el lado de la oferta muestra una rigidez relativa a corto plazo, por lo

Gráfico I Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.  
1) Deflactados por el IAPC.

que, en este horizonte temporal, la evolución de los precios de la vivienda viene determinada, en gran medida, por factores de la demanda. El segundo enfoque analiza la evolución de los precios de la vivienda, comparando la rentabilidad de la inversión residencial con otras oportunidades equivalentes de inversión.

- 1 Véase el artículo titulado «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2003. Véase también F. Altissimo et al., «Wealth and asset price effects on economic activity», ECB Occasional Paper n.º 29, junio del 2005.
- 2 Véase el recuadro 2 del artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio del 2005.
- 3 Véase el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

## Cuadro Precios de los inmuebles residenciales en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005			
						I S	I	II	III
Bélgica <sup>1)</sup>	5,0	5,3	7,7	7,8	6,8	-	-	-	-
Alemania <sup>2)</sup>	-0,5	0,1	-1,2	-0,9	-2,1	-	-	-	-
Grecia <sup>2)</sup>	10,5	14,5	13,0	5,7	2,6	-	7,3	-	-
España <sup>2)</sup>	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	14,8	15,7	13,9	13,4
Francia <sup>1)</sup>	4,5	7,9	8,3	11,7	15,3	14,6	15,1	14,2	-
Irlanda <sup>2)</sup>	21,1	8,1	10,1	15,2	11,4	10,8	11,1	10,5	-
Italia <sup>2)</sup>	2,1	8,0	12,9	10,0	9,0	11,6	-	-	-
Luxemburgo <sup>3)</sup>	3,8	13,8	11,9	13,3	-	-	-	-	-
Países Bajos <sup>1)</sup>	14,6	11,2	8,4	4,7	3,9	4,2	4,3	4,1	3,8
Austria <sup>2), 4)</sup>	-1,9	-3,6	-1,0	0,9	-0,6	-	-	-	-
Portugal <sup>2)</sup>	5,8	3,6	1,1	1,6	0,4	1,9	0,5	3,2	-
Finlandia <sup>2)</sup>	10,7	-0,5	7,4	6,3	7,3	4,1	3,8	4,5	6,0
Zona del euro <sup>2)</sup>	3,8	5,5	6,8	7,1	7,0	7,5	-	-	-

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: La estimación relativa a la zona del euro para el primer semestre del 2005 se basa en los datos nacionales disponibles y en estimaciones del BCE. 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 anuales.

1) Viviendas construidas.

2) Todas las viviendas.

3) Casas.

4) Hasta el 2000, sólo Viena.

En la sección 2 se describe la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona. En la sección 3 se examina el lado de la demanda del mercado de la vivienda, mientras que en la sección 4 se considera el lado de la oferta. En la sección 5 se estudia el enfoque de valoración de los activos y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## 2 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Por quinto año consecutivo, en el 2004 los precios de los inmuebles residenciales mostraron un intenso dinamismo, que se tradujo en un incremento estimado del 7% (4,9% en términos reales, tras ser deflac-

tado por el IAPC), frente al 7,1% (5% en términos reales) registrado en el 2003 (véase gráfico 1). Sin embargo, el pronunciado ascenso general oculta una considerable diversidad entre los distintos países. Este dinamismo reciente refleja, en gran medida, la pujanza de los mercados de la vivienda en España, Francia e Italia, mientras que en Alemania los precios de los inmuebles residenciales han experimentado un ligero descenso (véase cuadro). Los datos trimestrales disponibles para el 2005 siguen señalando fuertes aumentos en España, Francia e Irlanda, aunque a un ritmo levemente más contenido que en el 2004. En los Países Bajos y Portugal, parecen mantenerse las tendencias moderadas observadas recientemente. Según los datos nacionales disponibles, se estima que la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona

### Recuadro I

#### DISPONIBILIDAD DE LOS PRINCIPALES INDICADORES NO FINANCIEROS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

Dado el debate cada vez más intenso sobre el precio de los activos y su impacto en la economía, las estadísticas de vivienda detalladas han adquirido una importancia creciente. Sin embargo las estadísticas sobre la vivienda en la zona del euro publicadas oficialmente aún distan mucho de ser completas. En este recuadro se presentan las principales estadísticas no financieras del mercado de la vivienda en la zona del euro.

## Estadísticas de precios de los inmuebles residenciales

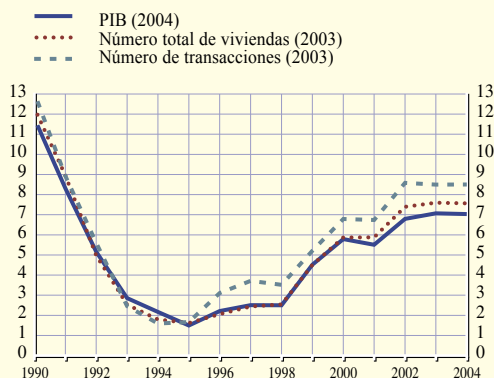
El BCE compila y publica un indicador semestral de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, que se basa en datos nacionales no armonizados. Dado que no existen índices oficiales de precios de la vivienda en la mayoría de los países de la zona del euro, el BCE, en colaboración estrecha con los BCN, utiliza también distintas fuentes de datos facilitadas por las agencias inmobiliarias, los bancos hipotecarios y las asociaciones de notarios. Pese a su utilidad para realizar un seguimiento de las tendencias de los precios en el mercado de la vivienda, estos datos tienen varias limitaciones, como por ejemplo una cobertura incompleta en cuanto a las regiones y al tipo de vivienda, distintos procedimientos de registrar los precios (por ejemplo, precios de oferta frente a precios de demanda) y métodos diferentes para ajustar los datos de precios por las distintas características de las viviendas. Además, los datos nacionales difieren en cuanto a su frecuencia y puntualidad<sup>1</sup>.

Para calcular el agregado de la zona del euro, se ponderan los resultados nacionales utilizando las participaciones de cada país en el PIB en la zona del euro. En principio, las estadísticas de precios de la vivienda pueden agregarse utilizando bien ponderaciones basadas en transacciones o ponderaciones basadas en el número total de viviendas, pero no se dispone de esta información para algunos de los países. Con todo, los cálculos de prueba efectuados con estimaciones indican que la aplicación de estas ponderaciones alternativas daría lugar a una tendencia similar en un indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro (véase gráfico A). Sin embargo, el indicador ponderado por el PIB muestra unos aumentos de precios menores en los últimos años.

La calidad estadística del indicador para la zona del euro ha mejorado recientemente a consecuencia de las modificaciones introducidas en los datos nacionales. Adicionalmente, el BCE ha comenzado a compilar estimaciones de las tasas de variación interanual del agregado de la zona del euro a partir de 1982, mientras que la serie anterior se iniciaba en 1991. No obstante, siguen precisándose nuevas

**Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro utilizando ponderaciones distintas**

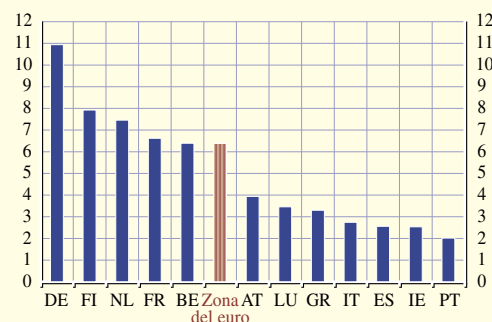
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat y en datos nacionales.  
Notas: El año de referencia de las ponderaciones figura entre paréntesis. Estimaciones de las ponderaciones no disponibles en los países para el número de transacciones y para el número total de viviendas.

**Gráfico B Participación de los alquileres en el IAPC de los países de la zona del euro**

(en porcentaje de la cobertura total del IAPC en el 2005)



Fuente: Eurostat.

<sup>1</sup> Para el contexto estadístico, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2003.

mejoras. Existe un proyecto muy prometedor que es el estudio piloto de Eurostat sobre un índice de precios de viviendas en propiedad, del que se esperan los primeros resultados para la zona del euro en el primer semestre del 2007<sup>2</sup>.

### Estadísticas de precios de los alquileres

Los índices de precios de los alquileres están incluidos en el IAPC de todos los países de la zona del euro y se basan en métodos estadísticos armonizados. Estos índices se publican mensualmente unas dos semanas después de que finalice el período de presentación de información. El impacto de la evolución de los precios de los alquileres sobre la inflación medida por el IAPC en los países de la zona del euro muestra diferencias estructurales significativas, pues el gasto en alquileres varía de forma pronunciada de un país a otro. Por ejemplo, la participación de los alquileres en el IAPC de Alemania es cuatro veces mayor que en España, Irlanda, Italia y Portugal (véase gráfico B), lo que refleja las diferencias entre países en el porcentaje de viviendas en propiedad.

### Indicadores estructurales del mercado de la vivienda

Los factores estructurales de largo plazo son importantes para evaluar la evolución del mercado de la vivienda. El BCE, en colaboración con los bancos centrales nacionales de la UE, compila un conjunto de indicadores estructurales del mercado de la vivienda, que incluye el número de hogares, el número de viviendas, la tasa de viviendas desocupadas, el número de viviendas iniciadas y terminadas, el número de transacciones y el tipo de propiedad (desagregado en viviendas en propiedad y viviendas en alquiler).

Aunque en los países de la zona del euro no existen definiciones totalmente armonizadas de estos indicadores, se han formulado unas definiciones de referencia, y los datos nacionales las tienen en cuenta en la medida de lo posible. La disponibilidad y la puntualidad de estos indicadores varían de un país a otro. El BCE compila los agregados de la zona del euro si las tasas de cobertura de los países superan el umbral del 80%. La mayoría de estos agregados comienzan a primeros de los años noventa. Los indicadores estructurales de la zona del euro tienen una periodicidad anual. Cuando se dispone de datos nacionales con una periodicidad superior al año (por ejemplo, procedentes de un censo efectuado cada 10 años), las lagunas en los datos se solventan mediante interpolación entre las observaciones existentes con el fin de calcular los agregados de la zona del euro. Los datos nacionales actualizados para los años 2003 y 2004 sólo están disponibles en parte.

### Indicadores estructurales de la vivienda para la zona del euro

Número de viviendas por hogar	1,16 (1991)	1,17 (2003)
Tasa de viviendas desocupadas	11,4% (1993)	12,4% (2001)
Porcentaje de viviendas terminadas en el número de viviendas	1,17% (1991)	1,13% (2003)
Porcentaje de transacciones en el número de viviendas	2,12% (1998)	2,17% (2003)
Porcentaje de viviendas en alquiler <sup>1)</sup>	38,1% (1991)	36,1% (2003)
Porcentaje de viviendas en propiedad <sup>1)</sup>	58,2% (1991)	60,9% (2003)

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: El número de viviendas y de viviendas desocupadas incluye en parte las segundas residencias y los alojamientos turísticos. El comienzo y el final de la serie para la zona del euro se indican entre paréntesis.

1) Los porcentajes de viviendas en alquiler y de viviendas en propiedad no suman el 100%, pues excluyen otros tipos de propiedad (por ejemplo, las viviendas en alquiler sin coste).

2 Véase el recuadro 2 del artículo titulado «El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

El cuadro anterior presenta, para la zona del euro, las primeras observaciones y las observaciones más recientes para un conjunto de indicadores estructurales del mercado de la vivienda. En el cuadro se muestra un número prácticamente estable de viviendas por hogar y una tasa de viviendas desocupadas cada vez mayor. Apenas se registraron cambios en el porcentaje de viviendas terminadas y en el de transacciones en los períodos para los que se han compilado los agregados de la zona del euro. El aumento en el porcentaje de viviendas en propiedad, que ha pasado del 58,2% en 1991 al 60,9% en el 2003 se ve compensado por el porcentaje decreciente de viviendas en alquiler, que disminuyó del 38,1% al 36,1%.

Es conveniente ser cautos al utilizar los agregados de la zona del euro, que, en parte, incluyen datos nacionales heterogéneos; además, la cobertura de los países difiere con el tiempo y de un indicador a otro. Los nuevos trabajos sobre este conjunto de datos se centrarán en aumentar la cobertura de los países y mejorar la puntualidad y la disponibilidad de las series a largo plazo

del euro se situará en el 7,7% para el primer semestre del 2005. Debido a que los datos nacionales utilizados no están armonizados, los datos de la zona del euro sólo proporcionan un indicador general de la evolución de los precios, por lo que han de interpretarse con cautela. El recuadro 1 presenta los indicadores de precios de los inmuebles residenciales y, de forma más general, los indicadores estructurales de la vivienda elaborados por el BCE y los BCN.

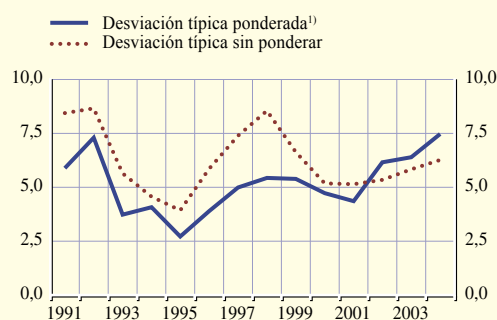
Desde el año 2000, las tasas de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales han estado oscilando entre el 6% y el 7%. Sin embargo, desde una perspectiva histórica, las tasas reales de crecimiento de los precios de la vivienda registradas recientemente no son excesivas en comparación con las tasas observadas en anteriores ciclos alcistas del mercado de la vivienda. En efecto, en términos reales el reciente aumento de los precios de los inmuebles residenciales (en torno al 5%) es menos acusado que el alcanzado en el *boom* de finales de los ochenta y comienzos de los noventa (alrededor del 8%). Además, el incremento experimentado por las tasas de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales desde mediados de los años noventa ha sido mucho más gradual que el observado en la segunda mitad de los años ochenta.

Por último, cabe destacar que las medidas de dispersión de la inflación en los precios de los inmuebles residenciales no sugieren, en estos momentos, que el grado de dispersión entre los países de la zona del euro sea atípico (véase gráfico 2). El grado de dis-

persión sin ponderar parece estar cercano a su media del período 1991-2004 y la elevación de la medida ponderada de la dispersión observada desde mediados de los años noventa refleja, en gran parte, la evolución moderada de los precios de los inmuebles residenciales registrada en Alemania. La diversidad geográfica puede atribuirse a diferencias en varios factores, como la demografía, la renta disponible de los hogares, la disponibilidad y el coste de financiación para la adquisición de vivienda, los incentivos fiscales, los costes de transacción, la disponibilidad de suelo, el coste de construcción y la tasa de ocupación de viviendas propias.

**Gráfico 2** Dispersión de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(en puntos porcentuales)



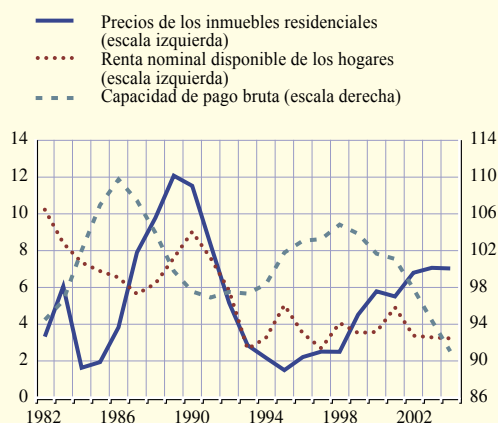
Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Debido a limitaciones de los datos, Grecia no está incluida en los cálculos. Los datos no disponibles de Luxemburgo para el 2004 se han extrapolado, asumiendo un crecimiento constante de los precios de los inmuebles residenciales en ese país.

1) Basada en las ponderaciones del PIB del año 2004.

**Gráfico 3 Precios de los inmuebles residenciales, renta nominal disponible de los hogares y capacidad de pago bruta en la zona del euro**

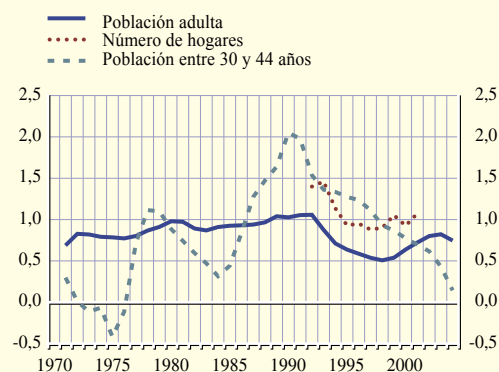
(tasas de variación interanual; índice 100 = media)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

**Gráfico 4 Población adulta, población entre 30 y 44 años, y número de hogares**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

### 3 ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE VIVIENDA Y DE SUS DETERMINANTES

Distintas variables económicas importantes pueden influir en la demanda de vivienda y, por ende, en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales. Estas variables pueden dividirse en dos grupos: los determinantes no financieros y financieros de la demanda de vivienda. En el primer grupo, la extensa evidencia existente sugiere que la demanda de vivienda depende de los precios de los inmuebles residenciales, de los ingresos (corrientes y esperados) de los hogares y de la evolución demográfica. En el segundo grupo, en la medida en que la adquisición de una vivienda se financia frecuentemente con un préstamo, la demanda de vivienda es función tanto del precio como de la disponibilidad de financiación hipotecaria. La evolución de las medidas de capacidad de pago, que combinan elementos de la renta de los hogares y de las condiciones de financiación, podría contribuir también a explicar variaciones en la demanda de vivienda.

#### RENTA DE LOS HOGARES

Uno de los principales factores no financieros que afecta a la demanda de vivienda es el nivel de ingresos (corrientes y esperados) por hogar. Dado

que la serie de número de hogares de la zona del euro abarca un período todavía limitado (según se describe a continuación), el análisis se realiza, con frecuencia, utilizando la serie de renta disponible total de los hogares. Además, puesto que es difícil evaluar la evolución futura de la renta, el análisis se basa, en gran medida, en su evolución actual. Desde principios de los años ochenta, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales ha fluctuado en torno a la tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible de los hogares (véase gráfico 3). Ello sugiere que, a largo plazo, estas tasas tienden a moverse a la par. Sin embargo, en determinados períodos, la evolución de los precios de los inmuebles residenciales podría desviarse de la trayectoria de la renta nominal disponible de los hogares.

Desde 1999, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales se ha mantenido sistemáticamente por encima de la correspondiente tasa de la renta nominal disponible de los hogares. Sin embargo, ello puede representar, en parte, una corrección de la evolución observada en el período comprendido entre los años 1994 y 1998, en el que la renta nominal disponible de los hogares creció a una tasa superior a la de los precios de los inmuebles residenciales. En consecuencia, una medida «bruta» de la



capacidad de pago (la ratio entre el nivel de la renta nominal disponible de los hogares y el nivel de los precios de los inmuebles residenciales<sup>4</sup>) ha descendido de forma constante a partir de 1999, tras haber ascendido entre 1994 y 1998. Así pues, las variaciones de la renta nominal disponible de los hogares pueden no explicar totalmente la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales.

## DEMOGRAFÍA

Otro importante determinante no financiero de la demanda de vivienda es la demografía. Por ejemplo, un aumento del número de hogares ejercerá, probablemente, presiones al alza sobre la demanda de vivienda y, por tanto, sobre los precios de la vivienda. Como puede observarse en el gráfico 4, el número de hogares ha crecido considerablemente más que la población adulta en los últimos quince años, reflejo de un desplazamiento estructural hacia hogares más pequeños. Esta evolución puede haber contribuido al dinamismo de la demanda de vivienda. Por otro lado, los flujos migratorios pueden haber contribuido recientemente a incrementar la demanda de vivienda en varios países, como España, Irlanda e Italia.

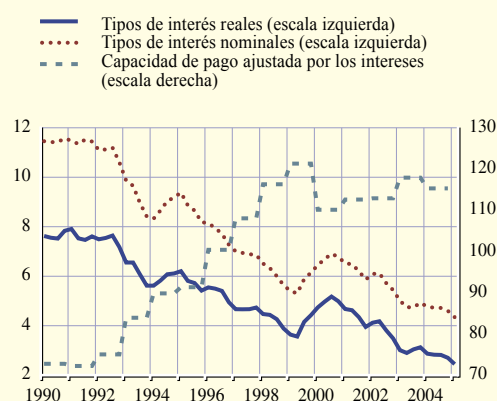
De cara al futuro, si persistiera la tendencia observada en el tamaño de los hogares y en los flujos migratorios, podría amortiguar, en parte, el posible efecto negativo de la esperada reducción de la tasa de crecimiento de la población<sup>5</sup> y, en particular, del grupo de edad de personas que adquieren vivienda (habitualmente, personas con edades comprendidas entre los 30 y los 45 años).

## TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y COSTE DE USO DE LA VIVIENDA

Por lo que se refiere a los determinantes financieros de la demanda de vivienda, la disminución de los tipos de interés reales de los préstamos para adquisición de vivienda aplicados por las entidades de crédito ha impulsado la demanda durante el reciente período de intenso dinamismo de los precios de los inmuebles residenciales (véase gráfico 5). Esta disminución se ha producido, en distinta medida, en todos los plazos. Ello es importante para la zona del euro, ya que la proporción de tipos hipotecarios fijos y variables cambia sustancialmente entre los distintos países

**Gráfico 5 Tipos de interés nominales y reales de los préstamos para adquisición de vivienda y capacidad de pago ajustada por los intereses**

(en puntos porcentuales; índice 100 = media)



Fuentes: Consensus Economics y BCE.

Notas: Los datos de tipos de interés están deflactados por las expectativas de inflación a largo plazo de Consensus Economics. Los tipos de interés de las IFM se han agregado utilizando los saldos vivos, cuando eran disponibles. Por lo demás, se han utilizado los volúmenes agregados de nuevas operaciones correspondientes al 2003. Para tener en cuenta la ruptura estadística que las series de tipos de interés presentaban en enero del 2003, se han ajustado los niveles precedentes de las anteriores estadísticas de tipos de interés sobre la base de la diferencia entre los antiguos y los nuevos niveles de las estadísticas de tipos de interés de enero del 2003.

de la zona. En general, todos los países se han beneficiado de condiciones de financiación favorables.

El descenso de los tipos de interés hipotecarios ha hecho más asequible la adquisición de una vivienda. Para cuantificar este efecto, se puede calcular una medida de la capacidad de pago ajustada por los intereses como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y la renta que éstos necesitarían para adquirir una vivienda con las condiciones de financiación existentes<sup>6</sup>. Tras crecer continuamente en los años noventa, la capacidad de pago ajustada por las

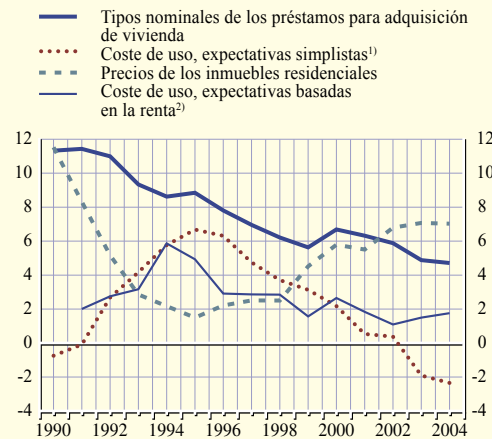
4 Ésta es la ratio inversa de la que se denomina, habitualmente, ratio precio (de la vivienda)-beneficio (de los hogares).

5 Incluida, por ejemplo, en las proyecciones de población de Eurostat. Para más detalles, véase Eurostat News Release (48/2005), «EU25 population rises until 2025, then fall», 8 de abril de 2005.

6 Las condiciones de financiación incluyen también, entre otras cosas, el plazo de vencimiento del préstamo hipotecario, la relación entre el principal y el valor de la garantía (la parte del precio de la vivienda cubierta por el préstamo hipotecario) y la ratio de solvencia del prestatario (el porcentaje máximo de la renta del hogar que puede dedicarse a pagar los plazos mensuales de la hipoteca). En adelante, se asumen para el plazo de vencimiento del préstamo hipotecario, la relación entre el principal y el valor de la garantía y la ratio de solvencia del prestatario unos valores considerados «normales» en la zona del euro, es decir, 20 años, el 70% y el 25%, respectivamente.

### Gráfico 6 Precios de los inmuebles residenciales y coste nominal de uso de la vivienda

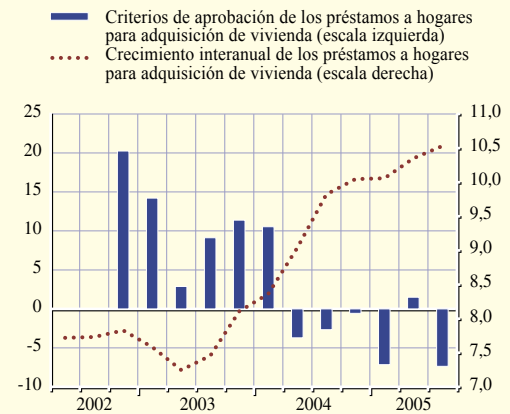
(en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE basados en datos nacionales.  
 1) Los hogares forman expectativas de incremento de los precios de la vivienda, extrapoliando simplemente los aumentos de precios de la vivienda del año anterior.  
 2) Las expectativas de precios de la vivienda se basan en una extrapoliación del crecimiento de la renta disponible del año anterior.

### Gráfico 7 Criterios de aprobación del crédito y préstamos para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto; tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.  
 Nota: El porcentaje neto mencionado en la pregunta sobre los criterios de aprobación del crédito incluida en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

variaciones de los tipos hipotecarios nominales se ha mantenido, prácticamente, estable en los últimos cinco años. Esta evolución contrasta marcadamente con la mencionada medida de capacidad de pago «bruta», que ha disminuido de forma constante durante los últimos cinco años. Ello indica que, en lo que respecta a la capacidad de pago, los bajísimos niveles de los tipos de interés han compensado el fuerte aumento de los precios de los inmuebles residenciales.

Los tipos hipotecarios sólo son uno de los componentes de los costes de inversión en vivienda. También han de tenerse en cuenta los costes de mantenimiento, de reparación y de depreciación de la vivienda y de los posibles impuestos sobre incrementos patrimoniales. Todos estos costes, ajustados por las eventuales plusvalías o minusvalías, constituyen el coste de uso de la vivienda. Esta medida proporciona una estimación del coste que supondría la tenencia de la propiedad durante un determinado período de tiempo, por lo que es un importante factor a considerar al analizar la demanda de vivienda. Dado que la incidencia de algunos

de estos costes es difícil de evaluar, especialmente a escala de la zona del euro, la medida más utilizada de coste de uso de la vivienda combina el tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y la plusvalía o minusvalía esperada resultante de las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales registradas durante el mismo período.

El gráfico 6 muestra dos medidas de coste de uso de la vivienda. En la primera medida, se asume que los hogares forman expectativas de incremento de los precios de la vivienda, extrapoliando simplemente los aumentos de precios de la vivienda del año anterior. En la segunda medida, las expectativas de precios de la vivienda se basan en una extrapoliación del crecimiento de la renta disponible del año anterior. Esta segunda medida se fundamenta en que los hogares conocen que, a largo plazo, los precios de la vivienda y la renta disponible suelen evolucionar de forma paralela, por lo que podrían no percibir que los aumentos de precios de la vivienda son permanentes si este crecimiento supera

con mucho el de la renta. Estos dos ejemplos sólo son ilustrativos y la evolución de estas dos medidas debe interpretarse con cautela, toda vez que otros factores pueden influir también en la formación de expectativas.

Aunque las dos medidas sugieren que el coste de uso de la vivienda fue reducido en el 2004, su evolución en los últimos quince años ha sido muy dispar, lo que acrecienta la importancia de las expectativas de futuros aumentos de los precios de los inmuebles residenciales para determinar su coste de uso. El gráfico 6 indica que las dos medidas se sitúan en un nivel cercano a las cotas más bajas alcanzadas desde comienzos de los años noventa. Sin embargo, mientras que la primera medida ha mostrado una clara tendencia a la baja en los últimos años, la segunda ha permanecido bastante estable en los últimos cinco o seis años. Dada la naturaleza de las expectativas incluidas en la primera medida, esta tendencia a la baja podría ser indicativa de un optimismo posiblemente excesivo respecto a la evolución futura de los precios de la vivienda. Asumiendo que, en el futuro, los precios de los inmuebles residenciales mantendrán la elevada tasa de crecimiento observada en el pasado reciente, los inversores podrían percibir que el coste de uso de la vivienda es muy bajo, lo que les impulsaría a reforzar su inversión residencial. Esta demanda extraordinaria encarecerá más la vivienda y fomentará, a través del mecanismo de las expectativas, la percepción de que su coste de uso es menor. Si esta evolución de los precios, que acarrea su propio cumplimiento, no se ve compensada por otros factores, podría dar lugar a sustanciales desajustes de precios, que entrañarían, al final, correcciones significativas y problemas de balance para los hogares afectados.

#### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN RELATIVAS A LA OFERTA DE CRÉDITO Y A LOS GASTOS EXCLUIDOS INTERESES

Además de los tipos de interés y del coste de uso de la vivienda, las condiciones generales de financiación para la adquisición de inmuebles residenciales dependen también de la disponibilidad y de las condiciones del crédito, que pueden incidir, de

forma adicional, en la demanda de vivienda (especialmente, en presencia de imperfecciones del mercado de crédito, como restricciones al endeudamiento). Mediante la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, el BCE analiza periódicamente, entre otros aspectos, los componentes de tipos de interés y de gastos excluidos intereses que figuran en las condiciones generales del crédito.

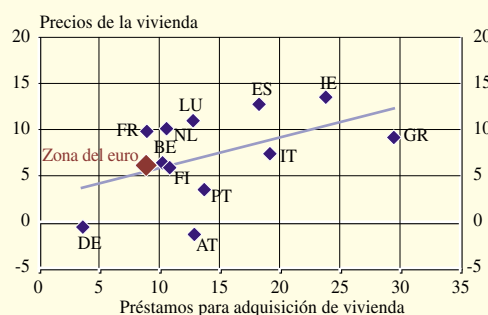
Como puede apreciarse en el gráfico 7, desde que se inició la encuesta en el 2002 los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda aplicados por las entidades de crédito se han suavizado de forma progresiva y han pasado, en los últimos tiempos, del endurecimiento a la relajación, en términos netos. Este cambio ha estado asociado a un notable repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para vivienda, que empezó en el segundo trimestre del 2003 y alcanzó niveles de dos dígitos en los últimos trimestres. Por tanto, las condiciones más favorables del crédito pueden haber contribuido al vigoroso crecimiento de los préstamos hipotecarios y al aumento de la demanda de vivienda. La relajación de los criterios de aprobación del crédito se ha reflejado en el estrechamiento de los márgenes de los préstamos y en las condiciones relativas a aspectos distintos de los precios, como las variaciones de la relación entre el principal y el valor de la garantía y la ampliación del plazo de vencimiento de los nuevos préstamos durante ese período<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios indica que las entidades de crédito perciben que las perspectivas del mercado de la vivienda serán uno de los principales factores que determinarán la demanda de préstamos para vivienda. Así pues, la pujanza de los mercados de la vivienda puede ser impulsada, en parte, por la intensa dinámica de los préstamos y puede influir, a la vez, en el crecimiento del crédito hipotecario.

Una posible manera en que los precios de la vivienda pueden influir en la evolución de los

7 Para conocer los resultados de la última encuesta, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006», en el presente Boletín Mensual. Asimismo, puede consultarse la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>).

### Gráfico 8 Crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito hipotecario

(tasas medias de variación interanual para el período 1999-2004)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos para Luxemburgo abarcan hasta el 2003.

préstamos es la incidencia del nivel de los precios de los inmuebles residenciales en la riqueza neta de los hogares y, en particular, la disponibilidad de garantías y su valor. Una mayor disponibilidad de garantías y su mayor valor propician un incremento del endeudamiento, al reducir los riesgos percibidos por los prestamistas (aminorando así los problemas de riesgo moral y de selección adversa habitualmente asociados al crédito sin garantías). Estos canales de transmisión de la política monetaria a través del crédito o de las garantías son particularmente relevantes en la interacción entre los mercados de la vivienda y los mercados hipotecarios en el marco de los ciclos financieros<sup>8</sup>.

En este contexto, si se analiza la evolución del dinero y del crédito, en conjunción con la de los precios de la vivienda, se puede obtener un indicador adicional de la sostenibilidad de la dinámica de los precios de los inmuebles residenciales, como en el caso de la valoración de otros activos. En particular, una situación de liquidez abundante puede tener efectos de contagio sobre los precios de los activos no monetarios, como los bonos, las acciones y la vivienda. Por otra parte, empíricamente, episodios de fuerte crecimiento del dinero y del crédito tienden a estar asociados a ciclos alcistas y bajistas en la valoración de los activos<sup>9</sup>.

También es importante el análisis de los balances de los hogares desde la perspectiva de la estabilidad financiera<sup>10</sup>.

El gráfico 8 muestra que, desde el inicio de la Unión Monetaria, el crecimiento del crédito hipotecario y la dinámica de los precios de la vivienda han tendido, en general, a moverse en la misma línea. Los países de la zona del euro con mercados inmobiliarios pujantes han experimentado también el mayor aumento del crédito hipotecario en los últimos cinco años. Sin embargo, sigue siendo difícil determinar en qué medida el crecimiento del crédito es un reflejo pasivo de la evolución de los precios de la vivienda, o si contribuye, por el contrario, a impulsar el mercado de la vivienda. Por otra parte, otros factores influyen también en ambas variables.

La existencia de diferencias significativas entre los distintos países en la evolución de los precios de la vivienda y del crédito (evidenciadas en el gráfico 8), pese a la política monetaria única y a la mejora de las condiciones de financiación experimentada desde 1999, pone de relieve la importancia de los determinantes nacionales. Al mismo tiempo, la divergencia en las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito observada en los últimos cinco años también puede estar en consonancia con un proceso de convergencia, teniendo en cuenta los distintos niveles de partida de los precios de la vivienda y de la deuda hipotecaria. En el recuadro 2 se analizan algunos factores estructurales de los sistemas de financiación de la vivienda de la zona del euro, que podrían explicar las diferencias en el crecimiento de los préstamos y la dispersión de la deuda hipotecaria en relación con el PIB.

8 Véanse, por ejemplo, M. Iacoviello, «House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle», *American Economic Review*, 95 (3), pp. 739-64, junio del 2005, y K. Aoki, J. Proudman y J. Vlieghe, «House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach», *Bank of England Working Paper* n.º 169, 2002.

9 Véanse el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el *Boletín Mensual* de abril del 2005, y C. Detken y F. Smets, «Asset price booms and monetary policy», *ECB Working Paper* n.º 364, mayo del 2004.

10 Véase, por ejemplo, *Financial Stability Review*, BCE, diciembre del 2005.

## Recuadro 2

## CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS MERCADOS HIPOTECARIOS DE LA ZONA DEL EURO

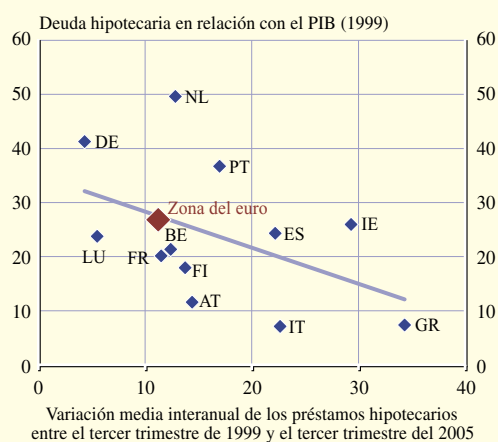
La deuda hipotecaria de la zona del euro en relación con el PIB ha aumentado con gran rapidez en los últimos años. En términos del saldo vivo de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda, esta ratio se incrementó de un 25% en 1999 a aproximadamente un 35% a mediados del 2005. Este incremento es, en gran medida, consecuencia del intenso desarrollo de la financiación hipotecaria en un entorno de tipos de interés más reducidos en varios países de la zona del euro, tras la introducción de la política monetaria única. También puede estar relacionado con la liberalización financiera y con la mejora de la eficiencia y la competencia en algunos mercados hipotecarios de países de la zona del euro.

Los países que, en promedio, tenían una ratio de deuda hipotecaria inicialmente inferior experimentaron un crecimiento de los préstamos hipotecarios más vigoroso que los países con ratios de deuda inicialmente superiores (véase gráfico A), lo que puede sugerir la existencia de un proceso de convergencia. Sin embargo, en el 2005 las ratios de endeudamiento siguieron variando significativamente de un país a otro (véase gráfico B.). Algunas características estructurales inherentes a los mercados hipotecarios de cada país pueden contribuir a explicar estas diferencias. En este recuadro, se examinarán algunas de estas características, y al analizarlas se ha de tener en cuenta que pueden cambiar con el tiempo<sup>1</sup>.

En primer lugar, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en un país dado depende de factores demográficos y de costumbres nacionales. Entre estos factores se incluyen, por ejemplo, el porcentaje de población en el grupo de edad de personas que adquieren vivienda, que habitualmente incluye a personas con edades comprendidas entre los 30 y los 45 años. Otro factor podría ser el

Gráfico A Crecimiento de los préstamos hipotecarios y de la deuda hipotecaria en relación con el PIB

(en porcentaje)

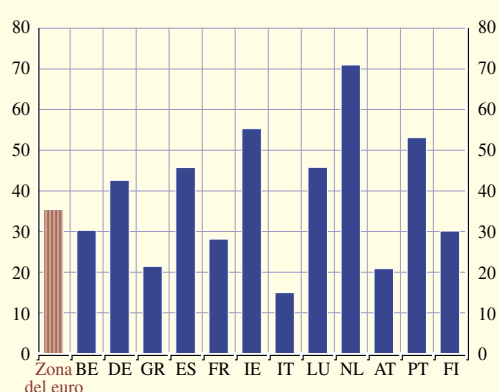


Fuente: BCE.

Nota: El crecimiento de los préstamos y del endeudamiento se basa en datos de las IFM.

Gráfico B Deuda hipotecaria en relación con el PIB

(en porcentaje; III 2005)



Fuente: BCE.

Nota: Los niveles de endeudamiento se basan en datos de las IFM.

1 Véase el recuadro 1, titulado «Características de los contratos hipotecarios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004 para una discusión sobre la prevalencia de los contratos a tipo de interés fijo frente a los contratos a tipo de interés variable. Esta característica estructural de los mercados hipotecarios es esencial para la fortaleza de la transmisión de la política monetaria, pero tiene menos relación con los niveles de endeudamiento hipotecario.

porcentaje de hogares con dos rentas, que podría favorecer unas ratios entre el principal y el valor de la garantía (LTV, en sus siglas en inglés) más elevadas. Otros factores importantes se refieren a la diferencia en el tamaño medio de los hogares y en la ratio de viviendas ocupadas por el propietario. Por ejemplo, la información no formalizada sugiere que es más habitual en algunos países que en otros que distintas generaciones de una familia compartan la vivienda y/o financien su adquisición directamente mediante transferencias intergeneracionales y herencias, lo que limita la demanda de préstamos hipotecarios. Al mismo tiempo, un porcentaje más reducido de viviendas privadas en propiedad (por ejemplo, porque el sector de vivienda pública en un país es más importante) debería, en principio, estar asociado a niveles de endeudamiento hipotecario inferiores.

En segundo lugar, las diferencias en las ratios de endeudamiento hipotecario podrían deberse también a las características específicas del mercado de la vivienda, tales como disparidades en el precio o coste medio de un inmueble. A primera vista, se podría argumentar que los elevados precios/costes absolutos de los inmuebles residenciales hacen que a los hogares les resulte difícil ahorrar lo necesario para realizar el pago inicial requerido, por lo que se corresponden con ratios de vivienda en propiedad y de endeudamiento hipotecario reducidos. Y lo que es, sin embargo, más importante, puede suponerse que el nivel de los precios/costes de la vivienda debería estar relacionado con el grado de desarrollo de un país, medido por la renta per cápita, y, por consiguiente, también con los niveles de deuda hipotecaria.

En tercer lugar, las diferencias existentes en el endeudamiento de los hogares podrían estar relacionadas también con características del sector financiero y con la facilidad con la que los hogares tienen acceso al crédito. A este respecto, un factor a considerar es, por ejemplo, la gama de productos hipotecarios disponibles y su impacto en el volumen de deuda hipotecaria asumida por los hogares. Las características relevantes incluyen variaciones en el importe máximo de los préstamos y en su disponibilidad para prestatarios con escasa calidad crediticia. Por lo general, las prácticas nacionales se diferencian en cuanto al plazo en el que se ha de amortizar el préstamo, que tiende a ser más corto en el sur de Europa (con un plazo habitual de amortización en torno a los 15 años) que en otros países europeos (en los que son habituales plazos de amortización comprendidos entre 25 y 30 años). El importe medio de un préstamo puede ser también más elevado si la ratio de LTV que aplican los bancos al conceder los préstamos es más alta. Esta correlación positiva entre las ratios de LTV y el saldo pendiente de deuda hipotecaria queda confirmada a nivel macroeconómico. Probablemente las diferencias en las ratios de LTV sean más importantes si se producen reembolsos del capital inmobiliario, es decir, si las hipotecas pueden refinanciarse por importes superiores a la deuda pendiente y pueden utilizarse para consumo o inversión en activos financieros<sup>2</sup>.

Por último, las diferencias en el endeudamiento de los hogares de un país a otro pueden reflejar también medidas de carácter fiscal, entre las que se encuentran la deducción de pagos de intereses y de plusvalías obtenidas por la venta de vivienda. Por ejemplo, en algunos países en los que se pueden deducir los intereses y/o donde las hipotecas no requieren el pago del principal en los años de duración de la hipoteca, pueden aprovecharse las ventajas fiscales de endeudarse. La estructura de los tipos impositivos marginales también influye en que la deducción de los pagos de intereses hipotecarios sea más o menos atractiva. Cuanto más elevado sea el tipo marginal, mayor será el beneficio derivado de deducir intereses. Un tratamiento fiscal diferencial por la compra de vivienda con respecto a la adquisición de otros activos también puede influir en las decisiones de los hogares acerca de si utilizar su propia casa como un instrumento de inversión.

2 De modo más general, el reembolso del capital inmobiliario se refiere a cualquier endeudamiento hipotecario que está garantizado con la vivienda, pero que no se invierte en ella. Hasta la fecha, el reembolso del capital inmobiliario ha sido poco habitual en la mayoría de las economías de la zona del euro, con la importante excepción de los Países Bajos. No obstante, podría ser un factor determinante del endeudamiento hipotecario y afectar también a la sensibilidad del consumo a variaciones de los tipos de interés y a la valoración de los precios de la vivienda.

Para concluir, parece que en los últimos años se ha producido una cierta convergencia en las ratios de endeudamiento hipotecario, favorecida por la convergencia de los tipos de interés y, posiblemente, por la desregulación financiera registrada en algunos mercados hipotecarios. No obstante, el endeudamiento de los hogares aún varía considerablemente de un país a otro de la zona del euro, como consecuencia de determinadas características estructurales, que siguen siendo distintas en los mercados hipotecarios de la zona del euro.

#### 4 ANÁLISIS DE LA OFERTA DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

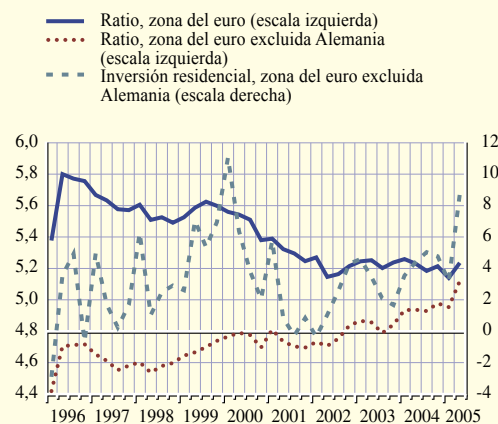
La rigidez relativa de la oferta de vivienda a corto plazo explica el papel destacado de los factores de la demanda en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales en este horizonte temporal. A largo plazo, la oferta puede ajustarse a un posible desequilibrio y llegar a ser el principal factor determinante del número total de viviendas. Por consiguiente, al analizar las tendencias de los precios de la vivienda, también es necesario realizar un seguimiento de la evolución de la inversión residencial y de los factores que pueden influir en la misma, como los costes y los precios de producción en el sector de la construcción. Además, cabe tener en cuenta que las políticas locales orientadas a facilitar la concesión de permisos de construcción, ampliar el acceso al suelo o proporcionar viviendas sociales contribuyen todas a configurar la respuesta por el lado de la oferta al considerable aumento de los precios de la vivienda observado en algunos países.

Por el lado de la oferta, desde 1996 la inversión residencial en la zona del euro, en porcentaje del PIB, ha venido mostrando una tendencia a la baja (véase gráfico 9). Esta disminución es reflejo, en gran medida, del descenso de la ratio de inversión residencial en relación con el PIB registrado en Alemania a partir de 1995, tras el período de intenso crecimiento observado a principios de la década de los noventa, como consecuencia de la reunificación alemana y de la inmigración procedente de Europa del este. Si se excluye Alemania, la ratio de inversión residencial en relación con el PIB de la zona del euro parece haberse elevado ligeramente desde 1999. A escala nacional y como promedio, la inversión residencial ha sido particularmente importante en España e Irlanda en los últimos diez años.

Otros indicadores, como los permisos de construcción concedidos y el número de viviendas terminadas, confirman que el lado de la oferta del mercado de la vivienda ha respondido, en parte, al marcado incremento de la demanda. Cabe resaltar que los permisos de construcción concedidos pueden considerarse como un indicador adelantado de variaciones por el lado de la oferta, mientras que el número de viviendas terminadas mide los cambios más recientes en las condiciones de la oferta. Centrándose en los países que han experimentado un acusado aumento de los precios de la vivienda y en los que debería, por lo tanto, esperarse cierta respuesta por el lado de la oferta, se han calculado también los indicadores para la zona del euro excluida Alemania. El gráfico 10 muestra que, tras experimentar un pronunciado descenso en el 2001, la tasa de crecimiento interanual de los permisos de construcción concedidos en la zona del euro excluida Alemania volvió a una senda alcista, alcan-

**Gráfico 9** Ratio entre la inversión residencial y el PIB e inversión residencial en la zona del euro

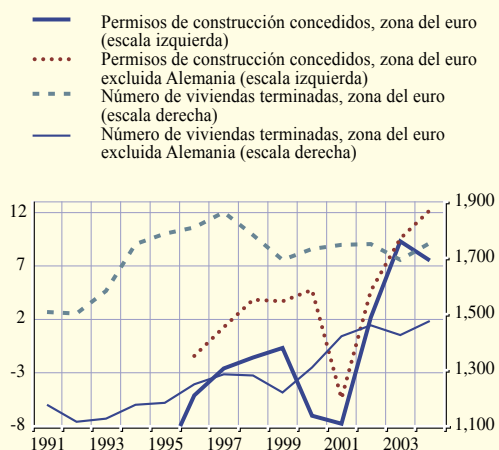
(en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 10 Permisos de construcción concedidos y viviendas terminadas en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; nivel)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos nacionales.

zando su cota máxima a finales del 2004. El número de viviendas terminadas ha crecido también de forma significativa desde que se iniciara la aceleración de los precios de los inmuebles residenciales a finales de los años noventa.

Por último, las viviendas desocupadas pueden representar una fuente adicional de oferta, que podría quedar rápidamente disponible y provocar, en algunos casos, inestabilidad en el mercado de la vivienda. Tal y como se indica en el recuadro 1, aproximadamente un inmueble residencial sobre ocho estaba desocupado en la zona del euro en el año 2001. Puede que parte de estas viviendas desocupadas sean propiedad de inversores que las mantienen para fines especulativos, confiando en que los precios seguirán subiendo. Si las expectativas de precios de los inmuebles residenciales empeoran, no puede descartarse que estos inversores pongan a la venta estas viviendas para realizar su ganancia (o minimizar su pérdida), originando una corrección adicional y desestabilizadora de los precios. Sin embargo, no se dispone de información sobre el porcentaje de viviendas desocupadas mantenidas para fines especulativos, mientras que las segundas residencias y los alojamientos turísticos están parcialmente incluidos en las estadísticas de viviendas desocupadas. En

consecuencia, es difícil valorar los riesgos correspondientes con un alto grado de precisión.

En general, si persistiera la evolución favorable de los indicadores de oferta observada recientemente, ello podría contribuir a aliviar, en cierta medida, las presiones del mercado y a reducir los aumentos de precios de la vivienda en los países que han experimentado fuertes subidas en el pasado reciente.

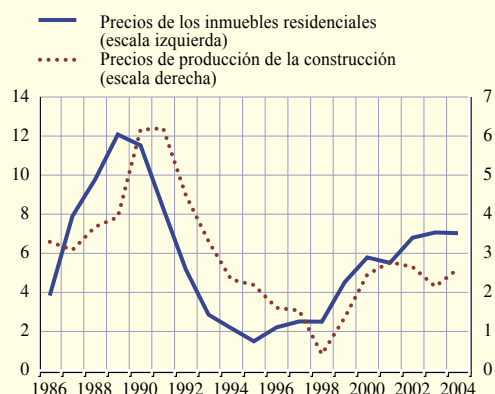
Entre los factores que pueden afectar a la respuesta por el lado de la oferta, destacan los costes del sector de la construcción, dado que inciden directamente en la rentabilidad esperada de la inversión. Estos costes son, básicamente, de dos clases: los costes relacionados con la adquisición del suelo y los costes relacionados con la construcción de la vivienda. El gráfico 11 recoge estos últimos costes, medidos por los precios de producción de la construcción (que no incluyen los precios del suelo), así como la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales. Aunque las dos series muestran cierto grado de correlación, presentan tasas de crecimiento muy distintas. En el 2004, por ejemplo, mientras que los precios de los inmuebles residenciales crecieron a una tasa interanual del 7%, los precios de producción de la construcción lo hicieron a una tasa interanual del 2,6%. Por lo tanto, el reciente incremento de los precios de los inmuebles residenciales no puede explicarse en términos de presiones de los costes relacionados con la construcción. Sin embargo, estos datos han de considerarse con cautela, ya que la serie de precios de producción de la construcción no incluye los precios del suelo. Es bastante difícil valorar la incidencia de los precios del suelo en el coste total para las constructoras en la zona del euro, debido a la falta de datos. No obstante, a la luz de anteriores episodios de intenso dinamismo de los precios de la vivienda registrados en países que disponen de tales datos, como Japón en relación con las subidas observadas a comienzos de los años noventa<sup>11</sup>, es posible deducir que los precios del suelo han contribuido a la evolución actual de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro.

<sup>11</sup> Véase el recuadro 2, «Enfoques para la valoración del precio de la vivienda», del artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005.



**Gráfico 11 Precios de producción de la construcción y precios de los inmuebles residenciales**

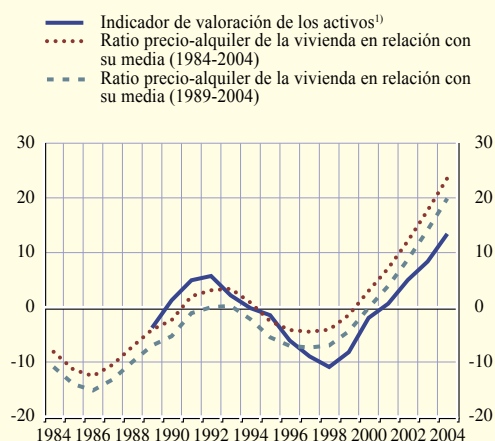
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos nacionales.

**Gráfico 12 Valoración de los precios de la vivienda para la zona del euro**

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Este indicador es la parte no explicada de la regresión de la ratio precio-alquiler de la vivienda respecto a los tipos de interés reales de la deuda pública a diez años.

## 5 ANÁLISIS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA A TRAVÉS DE UN MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS

También se puede analizar la evolución de los precios de la vivienda utilizando un «modelo de valoración de activos». Este enfoque se centra en el papel de la vivienda como inversión<sup>12</sup>. El fundamento de este enfoque es que el precio de una vivienda no debería ser muy distinto del flujo descontado de todos sus alquileres futuros. Además, la rentabilidad de una inversión residencial, aproximada por la ratio alquiler-precio de la vivienda, debería ser igual a la rentabilidad de otras oportunidades de inversión con el mismo riesgo. En una versión simple del modelo de valoración de activos aplicado a los precios de la vivienda, se puede efectuar la regresión de la ratio precio-alquiler de la vivienda respecto a los tipos de interés reales de la deuda pública a diez años. La razón de esta regresión es que la rentabilidad por alquileres de una inversión residencial no debería desviarse demasiado de la rentabilidad generada por una inversión en deuda pública. Así pues, la parte no explicada de la regresión de la ratio precio-alquiler de la vivienda respecto a los tipos de interés reales de la deuda

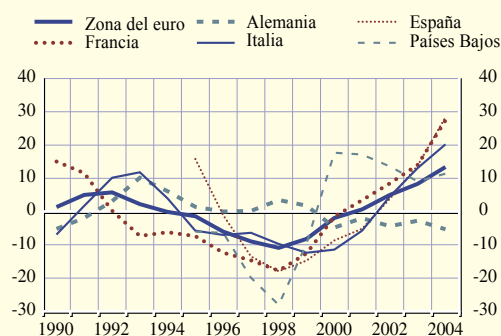
pública a diez años puede considerarse como un indicador aproximado de la evaluación del mercado de la vivienda. Por ejemplo, si la rentabilidad por alquileres es reducida en relación con la de los bonos, ello podría ser indicativo de cierta sobrevaloración de los precios de la vivienda, y viceversa.

El gráfico 12 muestra este indicador, así como una medida de valoración más simple, es decir, la desviación de las ratios precio-alquiler de la vivienda respecto a su media histórica (calculada para los períodos 1984-2004 y 1989-2004). Las tres medidas de valoración parecen indicar que se ha producido una brecha de valoración positiva desde el año 2001. Según estas medidas simples, los precios de los inmuebles residenciales se sitúan actualmente un 15% a un 25% por encima de su media histórica. En comparación con el último episodio de considerable elevación de los precios de los inmuebles residenciales observado a comienzos de los años noventa, la actual brecha de valoración positiva es notablemente más amplia.

12 Este enfoque se describe en detalle en el recuadro 2, *ibid*.

**Gráfico 13** Indicador de valoración según el enfoque de valoración de los activos en los países más grandes de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El indicador de valoración muestra la parte no explicada de una ecuación que relaciona la ratio precio-alquiler de la vivienda con los tipos de interés reales de la deuda pública a diez años.

Sin embargo, cabe interpretar estos resultados con cautela, debido a la existencia de tres salvedades. En primer lugar, en el modelo teórico de valoración de activos otros elementos intervienen en la relación entre la ratio precio-alquiler de la vivienda y los tipos de interés. Uno de ellos es la prima de riesgo de la vivienda, es decir, la rentabilidad adicional por encima del tipo de interés sin riesgo que los inversores exigen por asumir los riesgos inherentes a la inversión residencial. Otro es la tasa de crecimiento esperada de los alquileres, que se considera constante en la versión simple utilizada aquí. En consecuencia, al utilizar la regresión, se asume implícitamente que la relación entre la ratio precio-alquiler de la vivienda y los tipos de interés reales de la deuda pública a diez años no ha cambiado con el tiempo. En segundo lugar, como se aprecia en el gráfico 12, el nivel de la media histórica dependerá del período utilizado para analizar esta relación. En tercer lugar, los mercados de alquiler de la zona del euro están fuertemente regulados, lo que implica que los alquileres pueden no responder rápidamente a desajustes respecto a los precios de la vivienda. No obstante, teniendo en cuenta estas salvedades, los niveles alcanzados por estas medidas de valoración podrían considerarse como posible señal de la existencia de crecientes riesgos de «sobreevaluación» en los mercados de la vivienda de la zona del euro en los últimos años.

A escala nacional (véase gráfico 13), entre los cinco países más grandes de la zona del euro la medida de valoración de los activos, es decir, la parte no explicada de la regresión de la ratio precio-alquiler de la vivienda respecto a los tipos de interés reales de la deuda pública a diez años, apuntaría a crecientes desviaciones de las medias históricas en España y Francia y, en menor medida, en Italia. En los Países Bajos, el indicador ha mostrado recientemente ciertas señales de moderación. En Alemania, la medida se ha mantenido prácticamente estable en un nivel cercano a su media del período 1990-2004. Otros estudios sobre España concluyen también que el mercado de la vivienda puede estar sobrevalorado, aunque en menor medida que lo que sugiere el gráfico 13<sup>13</sup>. Por el contrario, en el caso de Italia, Francia y los Países Bajos, los estudios disponibles sobre estos países no confirman, en general, la existencia de una sobrevaloración<sup>14</sup>.

Cabe subrayar que el aumento de la medida de sobrevaloración basada en la ratio precio-alquiler de la vivienda no es consecuencia de una reducción de los alquileres. En los últimos años, los alquileres no han mostrado indicios de aceleración significativa, ni en la zona del euro ni en muchos de los países más grandes de la zona, contrariamente al intenso crecimiento de los precios de la vivienda. Sólo en Alemania los alquileres han mostrado cierta tendencia a disminuir con el tiempo, en línea con el descenso de los precios de la vivienda.

## 6 CONCLUSIONES

En este artículo se valora el desarrollo de los precios de la vivienda utilizando dos enfoques de uso muy extendido. El primer enfoque se basa en un modelo estructural del mercado de la vivienda que combina factores de la oferta y de la demanda, mientras que

13 Véanse J. Pagés y L. Maza, «Análisis del precio de la vivienda en España», Documento de Trabajo del Banco de España n.º 0307, 2003, y J. Ayuso y F. Restoy, «House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach», Documento de Trabajo del Banco de España n.º 0304, 2003.

14 En el caso de Francia, véanse, por ejemplo, A.-J. Bessone, B. Heitz y J. Boissinot, «Are we seeing a bubble on the French housing market?», *Conjoncture in France*, marzo del 2005, y G. Moec, «Is there a risk of a property bubble in France?», *Bulletin Digest*, Banque de France, octubre del 2004.

el segundo enfoque se basa en la valoración de los activos para evaluar los precios de la vivienda. En la coyuntura actual, parece que el dinamismo de los precios de los inmuebles residenciales puede atribuirse a la combinación de una fuerte demanda de vivienda (reflejo, en parte, de condiciones de financiación muy favorables para suscribir una hipoteca) y una respuesta gradual del lado de la oferta.

La situación actual del mercado de la vivienda de la zona del euro sigue estando sujeta a varios riesgos. Las medidas de valoración de los precios de la vivienda en la zona del euro se mantienen por encima de sus medias históricas, lo que, teniendo en cuenta todas las salvedades que supone este enfoque, puede considerarse como posible señal de la existencia de

riesgos crecientes de sobrevaloración en el mercado de la vivienda de la zona del euro. En particular, en algunas áreas de la zona del euro los precios de los inmuebles residenciales podrían haber experimentado últimamente una evolución insostenible. Esta situación requiere una vigilancia continua, especialmente en un entorno en el que el dinamismo de los precios de los inmuebles residenciales ha estado acompañado por un pronunciado aumento de los préstamos para vivienda.

Por último, un análisis exhaustivo del mercado de la vivienda depende de la calidad y disponibilidad de los datos pertinentes. A este respecto, todavía son necesarias importantes mejoras en la periodicidad, puntualidad y calidad de los datos.

## POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS Y MERCADOS FINANCIEROS

*En el período previo a la introducción del euro, en 1999, los diferenciales entre los tipos de interés de la deuda pública de la zona del euro se redujeron considerablemente. Esta es una característica normal del proceso de creación de la zona de la moneda única, y se debe, fundamentalmente, a la eliminación progresiva del riesgo de tipo de cambio y a la disminución del riesgo de inflación. Entre otros factores que influyen en los tipos de interés de la deuda pública se encuentra la valoración de los participantes en los mercados financieros de la sostenibilidad futura de las finanzas públicas. Por ello, el seguimiento por parte de los mercados financieros puede tener un efecto disciplinario sobre el comportamiento de los responsables de la política presupuestaria. Los reducidos diferenciales de los tipos de interés en la zona del euro, a pesar de que persisten diferencias notables en las situaciones presupuestarias, hacen que se plantee la pregunta de si esto es consecuencia de la influencia de factores fiscales, o si otros factores también desempeñan un papel. En este artículo se llega a la conclusión de que, en general, en la zona del euro se dan las condiciones previas para la disciplina de mercado, tales como mercados de capitales abiertos y unas estadísticas presupuestarias adecuadas. En líneas generales, los análisis estadísticos y los estudios econométricos respaldan la proposición de que las políticas presupuestarias causan un efecto sobre los tipos de interés. El hecho de que, actualmente, los diferenciales de los tipos de interés sean relativamente reducidos, a pesar de las considerables diferencias existentes en las situaciones presupuestarias, puede ser consecuencia de que los bajos tipos de interés a largo plazo han dado lugar a una búsqueda de rendimientos y, además, de cambios en la normativa contable y de supervisión que afecta a los inversores institucionales. La evidencia estadística sobre la utilización de activos de garantía no corrobora la opinión de que la política del Eurosistema en este ámbito tiene un efecto significativo en los diferenciales de los tipos de interés de la deuda pública. Dado que ni los mercados financieros ni los Gobiernos reaccionan siempre de manera puntual y adecuada ante unas finanzas públicas insostenibles, es indispensable aplicar rigurosamente el marco presupuestario europeo para garantizar unas finanzas públicas saneadas.*

### I INTRODUCCIÓN

Las finanzas públicas y los mercados financieros están estrechamente relacionados. La deuda pública desempeña un destacado papel en los mercados financieros, sobre todo porque establece una referencia para los tipos de interés que otros han de pagar al emitir valores de renta fija. También tiende a dominar los mercados de capitales en términos cuantitativos, como consecuencia del nivel de deuda pública. Por consiguiente, la deuda pública puede aumentar la amplitud y la profundidad de los mercados financieros, y realiza una importante función en la aportación de activos de garantía en las operaciones públicas y privadas. Al mismo tiempo, los inversores en deuda pública evalúan la solidez de las finanzas públicas, lo que se plasma en una valoración financiera. En principio, esto causa un impacto en los tipos de interés que los Gobiernos han de pagar para financiar el gasto que supera sus ingresos. Una mayor percepción del riesgo de que un Gobierno no pueda atender todas sus obligaciones financieras puede im-

pulsar al alza el tipo de interés que ha de pagar, ya que el componente de riesgo de crédito de dicho tipo se incrementa. Además, un aumento del gasto que genere un déficit puede llevar a los inversores a exigir una compensación más elevada por la ampliación de los riesgos de inflación percibidos y la depreciación del tipo de cambio. En casos más graves, los participantes en el mercado pueden incluso restringir el acceso de un Gobierno a la financiación, negándose a adquirir nuevas emisiones a largo plazo.

Al distinguir entre tipos de interés en función del grado de prudencia fiscal que muestra un país, los mercados «castigan» y «recompensan» financieramente a los Gobiernos. Esto contribuye a la disciplina presupuestaria, un aspecto fundamental de la UEM. No obstante, si se consideran los elevados y persistentes niveles de déficit y endeudamiento de muchos países de la zona del euro, así como las acusadas diferencias en la intensidad de las presiones sobre el gasto que el envejecimiento de la población empezará a ejercer en breve, resulta sorprendente que haya poca diferencia-

ción en los tipos de interés que deben pagar los Gobiernos. Los saldos presupuestarios correspondientes al 2005, que, en general, oscilan entre un superávit del 2% y un déficit del 5% del PIB, y unas ratios de deuda que varían desde el 7% al 108% del PIB, van acompañados de una diferencia de unos 30 puntos básicos, como máximo, en los tipos de interés de la deuda pública<sup>1</sup>. Diez años antes, cuando los diferenciales todavía incluían considerables primas de riesgo cambiario, dichos diferenciales eran superiores a 600 puntos básicos, los saldos presupuestarios se situaban entre un superávit del 3% y un déficit del 10% del PIB, y las ratios de deuda oscilaban entre el 7% y el 133% del PIB. La reducida diferencia entre los diferenciales de los tipos de interés hace que se plantee la cuestión de si reflejan correctamente las discrepancias en las situaciones presupuestarias actuales y en las perspectivas de sostenibilidad presupuestaria, o si otros factores ocultan estas influencias.

En este artículo se examina el papel que desempeñan los mercados financieros a la hora de fomentar la disciplina presupuestaria, centrándose especialmente en su disposición a diferenciar entre los distintos Gobiernos de la zona del euro. En la sección 2 se examinan los principales canales a través de los que las políticas presupuestarias pueden influir en los tipos de interés y algunas condiciones que han de cumplirse para que estos efectos redunden en una disciplina de mercado efectiva. En la sección 3 se analizan con más detalle las estadísticas de diferenciales de los tipos de interés y evidencia econométrica sobre los efectos de la política presupuestaria en los tipos de interés. En la sección 4 se tratan algunos factores no fiscales que pueden explicar el motivo por el que los actuales diferenciales de los tipos de interés a largo plazo son relativamente reducidos cuando se consideran desde una perspectiva histórica, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

## 2 REACCIONES DE LOS MERCADOS Y DISCIPLINA DE MERCADO

La disciplina de mercado se refiere, en general, al papel que desempeñan los mercados financieros de cara a hacer que los Gobiernos garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esto se consigue cuando los mercados exigen tipos de

interés que aumentan con el riesgo de crédito y, en última instancia, cuando deniegan el acceso a la financiación. También se suele aludir al riesgo de crédito como riesgo de impago, si bien, a diferencia de una empresa privada, un Gobierno que tiene dificultades financieras no puede declararse en quiebra. No obstante, puede optar por dejar de pagar intereses y/o por reembolsar el principal de parte o de la totalidad de su deuda. Aunque es muy poco probable que esto suceda en la zona del euro, los mercados financieros tienen en cuenta este muy reducido riesgo. Los cambios en la política fiscal pueden ampliar o reducir ligeramente este riesgo, y con ello, la posibilidad de una rebaja o una mejora de la calificación por parte de las agencias de calificación crediticia, lo que se refleja en variaciones de los tipos de interés. Además de una prima de riesgo de crédito, es posible que los inversores también exijan unos tipos de interés más elevados con el fin de compensar un aumento de la inflación o una depreciación del tipo de cambio que podrían acompañar o derivarse de una relajación fiscal. La prima de riesgo cambiario, que, según se cree, fue uno de los principales factores determinantes de los niveles de los tipos de interés antes de la introducción del euro, ha desaparecido. En consecuencia, el canal de transmisión de la política presupuestaria a los tipos de interés no se va a analizar en este artículo. La importancia de la prima de riesgo de inflación disminuyó al comienzo de la Unión Monetaria. En principio, podría considerarse que unos niveles elevados de deuda pública pueden ir en perjuicio de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios. Si la mayor parte de la deuda no está indiciada con la inflación, es posible que los Gobiernos se sientan tentados a presionar para que una inflación más elevada reduzca su valor real. En tal caso, los inversores en mercados financieros que funcionan correctamente exigirían un aumento de la prima de riesgo de inflación para compensar este riesgo. No obstante, el alto grado de independencia del BCE, unido a una política orientada a la estabilidad de precios, tendría que haber reducido los temores

<sup>1</sup> Todos los datos presupuestarios de este artículo se han obtenido de las previsiones económicas de la Comisión Europea para el otoño del 2005.

relacionados con la inflación y la prima de riesgo asociada a ella.

Para que los mercados financieros ejerzan una función disciplinaria han de cumplirse determinadas condiciones en relación con el acceso de los Gobiernos a los mercados de capitales, la exclusión de la posibilidad de un rescate, y la aportación de información presupuestaria. Además, los mercados financieros tienen que reaccionar de manera puntual y plenamente acorde con las exigencias de sostenibilidad presupuestaria, y los Gobiernos han de asumir la necesidad de responder a una subida de los tipos de interés mejorando su situación presupuestaria. En la sección 2.2 se consideran estos aspectos de la disciplina de mercado, después de realizar, en la sección 2.1, una descripción de los principales canales a través de los que la situación presupuestaria puede influir en los tipos de interés.

## 2.1 REACCIONES DE LOS MERCADOS

Un aumento del déficit y el endeudamiento públicos pueden causar un impacto al alza en los tipos de interés de los mercados financieros de la zona del euro mediante un efecto «expulsión» y a través del riesgo de impago, mientras que un efecto de liquidez puede influir a la baja.

Un deterioro de la situación presupuestaria puede influir en los tipos de interés reales sin riesgo de la zona del euro, ya que un aumento del déficit presupuestario hace que disminuya el ahorro e impulse al alza los tipos de interés. Una subida de los tipos de interés en mercados financieros integrados puede propagarse a otros emisores, incluidos otros Gobiernos de la zona del euro, y también puede expulsar la inversión privada. Esta perspectiva supone que ni las entradas de capital ni el ahorro privado compensan totalmente la mayor caída del ahorro público (por ejemplo, debido a que los consumidores no anticipan plenamente futuras subidas de impuestos para financiar el incremento del gasto público actual, y, por lo tanto, no aumentan suficientemente su ahorro). El reconocimiento de la importancia de este efecto expulsión fue uno de los factores que determinó la inclusión de normas que exigían unas finanzas públicas saneadas

en el Tratado de Maastricht, delimitadas por unos valores de referencia para el déficit público (el 3% del PIB) y para la deuda pública (el 60% del PIB), como condición para adoptar el euro y requisito previo para el correcto funcionamiento de la UEM tras la introducción del euro. Estas normas, si se aplican de forma creíble y adecuada, reducen el riesgo de propagación transfronteriza de las variaciones de los tipos de interés y de que los Gobiernos se encuentren con problemas financieros.

La política presupuestaria también puede influir en los diferenciales de los tipos de interés, esto es, en la prima de tipo de interés que un país ha de pagar en relación con otros países, reflejando su calificación crediticia. La ampliación de la oferta de deuda pública como consecuencia de un aumento del déficit de un Gobierno determinado con un nivel de endeudamiento ya elevado puede incrementar la percepción de riesgo de impago de ese Gobierno, ya sea total o parcialmente, de los mercados, lo que puede hacer que los inversores exijan una prima más alta para compensar el mayor riesgo de pérdida financiera.

Los efectos de liquidez pueden atenuar el impacto al alza del déficit presupuestario y del endeudamiento sobre los tipos de interés y los diferenciales. Los participantes en el mercado valoran el hecho de poder vender rápidamente grandes volúmenes de deuda pública en cualquier momento sin que esto influya sustancialmente en su precio. Una ratio de déficit más elevada se traduce en un aumento de la demanda de financiación en el mercado, y un incremento del endeudamiento habitualmente implica un mercado secundario más activo, aunque esta relación no es exacta en ningún caso. De este modo, los países con un déficit presupuestario o un endeudamiento elevados en relación con la magnitud del mercado de la zona del euro abonarán una prima de liquidez menor, lo que da lugar a incentivos adversos desde el punto de vista de la disciplina de mercado.

## 2.2 LA DISCIPLINA DE MERCADO

Para que el mecanismo de mercado funcione eficazmente como herramienta disciplinaria, es ne-

cesario que se cumplan determinadas condiciones de carácter institucional e informativo, al tiempo que los mercados financieros y los Gobiernos deben responder adecuadamente.

Los mercados financieros sólo pueden fijar correctamente el precio de la deuda pública si un Gobierno tiene acceso a los mercados de capitales en las mismas condiciones que otros prestatarios. Los Gobiernos no deberían tener acceso preferente a las oportunidades de financiación. En consecuencia, no tendría que haber coacciones ni presiones para adquirir deuda pública, y ésta no debería recibir un trato fiscal más favorable que los valores de renta fija de otros emisores. Las presiones indirectas, por ejemplo, a través de normativa legal que proporcione incentivos para favorecer a la deuda pública con fines específicos, también podrían reducir el papel de las fuerzas de mercado.

El Tratado de Maastricht incluye varios artículos que sirven para reforzar la disciplina de mercado mediante la imposición de límites al acceso preferente de los Gobiernos a la financiación en los mercados de capitales. En particular, el Tratado prohíbe la financiación directa de los organismos públicos por el SEBC (artículo 101), así como el acceso privilegiado de dichos organismos a las instituciones financieras (artículo 102). En consecuencia, en muchos aspectos, la financiación del sector público en los mercados de capitales está sujeta a las mismas limitaciones y escrutinio que la financiación privada.

Otra condición es que cada país debe asumir íntegramente las consecuencias financieras de cualquier riesgo de impago, lo que significa que la valoración de los mercados financieros de la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país debe reflejarse plenamente en el tipo de interés exigido. La posibilidad de que otra institución asuma la deuda o la rescate, o de que otros países ofrezcan una garantía, aumenta la tasa de recuperación prevista (esto es, el pago que se ha de efectuar en caso de que surjan tales problemas). En una unión monetaria se puede considerar que los países participantes tienen un incentivo para rescatar a un país que experimente un serio empeora-

miento de su situación financiera, por ejemplo, debido a las perturbaciones que esto causaría en los mercados financieros de la unión. En tal caso, el riesgo de que se planteen problemas para atender las obligaciones de pago de la deuda no se incorporaría totalmente en el tipo de interés que este país tendría que pagar como consecuencia de su endeudamiento público.

En consecuencia, el Tratado de Maastricht incluye una cláusula de «no corresponsabilidad financiera» (artículo 103), que establece que ni la Comunidad ni los Estados miembros responderán de los compromisos de otros Estados miembros, y que tampoco asumirán dichos compromisos.

La disciplina de mercado también depende, fundamentalmente, de la disponibilidad de estadísticas presupuestarias puntuales y fiables en las que los mercados financieros puedan basar su evaluación de la sostenibilidad. Dado que esta valoración se anticipa a situaciones futuras, la información presupuestaria tendría que incluir proyecciones objetivas de las tendencias presupuestarias a medio y largo plazo, aunque, inevitablemente, estas proyecciones son más inciertas que las previsiones a más corto plazo.

Los Estados miembros de la UE han hecho considerables progresos en la armonización de las estadísticas presupuestarias que presentan en el contexto de las notificaciones de periodicidad semestral sobre el déficit excesivo, y en las actualizaciones anuales de sus programas de estabilidad y convergencia. Los trabajos siguen en curso, por ejemplo, en lo que respecta a las estadísticas trimestrales armonizadas de las finanzas públicas. No obstante, a pesar de los avances realizados, en ocasiones, las medidas de carácter temporal, la contabilidad creativa, los supuestos de crecimiento económico excesivamente optimistas, e incluso la presentación de estadísticas incorrectas, ocultan la evolución presupuestaria estructural. Además, las previsiones presupuestarias a largo plazo, como las que se incluyen en los programas de estabilidad y convergencia, no son siempre totalmente transparentes y comparables.

Aunque el cumplimiento de las condiciones en lo que respecta al acceso de los Gobiernos a los mer-

cados de capitales, la prohibición de un rescate y la aportación de información presupuestaria correcta facilitan el ejercicio de la disciplina de mercado sobre los Gobiernos de la UE, puede que no sean suficientes para generar una respuesta adecuada de los mercados financieros. Puede que la reacción de los mercados ante un deterioro persistente de la sostenibilidad presupuestaria sea moderada dentro de unos límites determinados de déficit y endeudamiento, pero que se torne brusca y adquiera una magnitud considerable después de que se produzcan «acontecimientos relevantes», como la decisión de una agencia de rebajar la calificación de la deuda de un país, o de que se registre un cambio general en la actitud ante el riesgo. Aunque una subida de los tipos de interés tras un acontecimiento de este tipo contribuye a disciplinar a los Gobiernos, una modificación repentina y sustancial de la situación financiera puede conllevar elevados costes macroeconómicos: es posible que otros emisores (privados) también deban afrontar mayores costes de financiación, ya que los tipos de interés de la deuda pública determinan el tipo de interés de referencia al que las empresas pueden captar financiación en los mercados de capitales. Además, puede que el Gobierno tenga que adoptar medidas drásticas para reestablecer la confianza y modificar unas condiciones de financiación desfavorables. Una evolución más gradual de los tipos de interés, que refleje íntegramente la sostenibilidad presupuestaria en un momento determinado, proporcionaría, con antelación y de forma más constante, una señal de alerta al Gobierno en cuestión. Esto ofrecería más margen para adoptar medidas de saneamiento que fomenten la calidad sin consecuencias económicas o financieras de carácter adverso.

Incluso si los tipos de interés evolucionan en su totalidad y puntualmente de forma acorde con los requerimientos de sostenibilidad presupuestaria, es también fundamental que los Gobiernos afronten la necesidad de responder de manera efectiva a esas señales del mercado. Unos tipos de interés más elevados deberían inducir a los Gobiernos a abordar la preocupación acerca de la sostenibilidad mejorando los saldos presupuestarios actuales y/o futuros mediante subidas de impuestos o reducciones del gasto. No obstante, las consideraciones a corto pla-

zo o los trámites presupuestarios pueden hacer que los Gobiernos ignoren las señales de los mercados financieros, o al menos que aplacen las actuaciones en el ámbito presupuestario. Las medidas de saneamiento pueden tener consecuencias negativas para la renta de ciertos (grupos de) ciudadanos, lo que puede llevar a los Gobiernos a retrasar el ajuste. La proximidad de elecciones tiende a hacer que se posponga la adopción de medidas de saneamiento, ya que tales medidas entrañan el riesgo de que el electorado se torne reacio a votar por el partido gobernante. El calendario y la magnitud de las medidas de carácter presupuestario también dependen de las características de las instituciones nacionales. Los estudios econométricos sobre los factores determinantes de las políticas fiscales suelen corroborar la idea de que los Gobiernos tratan de mejorar su situación presupuestaria cuando las ratios de deuda y los tipos de interés están en niveles elevados, pero que, en otras circunstancias, su reacción tiende a ser limitada.

La gestión de la deuda desempeña una importante función a la hora de determinar la velocidad y la magnitud de la transmisión de los efectos de los niveles de los tipos de interés a las finanzas públicas. La sensibilidad del gasto público en concepto de intereses ante variaciones de los tipos de interés está relacionada con el nivel de la deuda, su plazo de vencimiento y la proporción de deuda a más largo plazo a tipos de interés variables (donde los pagos de intereses se revisan periódicamente de manera acorde con la situación de los tipos de interés en esos momentos), o para la que los pagos de intereses fijos se sustituyen por pagos a tipo de interés variable mediante *swaps* de tipos de interés. En cuanto al vencimiento, la emisión de deuda a largo plazo a tipo de interés fijo protege al presupuesto, en gran medida, de las oscilaciones de los tipos de interés a corto plazo, pero suele ser más costosa, dado el aumento de la inclinación de la pendiente de las curvas de rendimientos, que la financiación a corto plazo. Por otra parte, la emisión de deuda a corto plazo acentúa los riesgos de refinanciación y genera mayor volatilidad en los pagos de intereses.

Los Gobiernos aprovecharon la caída de los tipos de interés a largo plazo asociada al período previo a la Unión Monetaria y las expectativas de estabi-



**Cuadro 1 Características de la deuda pública de la zona del euro, 1999-2004**

(en porcentaje del total de la deuda, salvo indicación en contrario)

	Deuda de las Administraciones Públicas (en porcentaje del PIB)	Valores distintos de acciones	Deuda a tipo de interés fijo con plazo a la emisión a más de un año	Tenedores de fuera de la zona del euro	Deuda emitida en monedas distintas del euro
1999	72,4	76,7	81,9	31,9	2,8
2000	69,9	77,5	83,5	36,0	2,6
2001	68,6	78,4	84,7	38,0	2,2
2002	68,5	79,4	83,9	41,6	1,9
2003	69,8	79,9	84,0	43,4	1,4
2004	70,2	80,5	84,5	44,5	1,4

Fuente: BCE.

alidad de precios para mejorar la gestión de sus obligaciones de pago de intereses. Para el conjunto de la zona del euro, el porcentaje de deuda a tipo de interés fijo con vencimiento inicial superior a un año en el total de la deuda ha aumentado ligeramente desde la introducción de la moneda única (véase cuadro 1). De forma paralela, desde 1999, la proporción de deuda a tipo de interés variable se ha reducido en varios países de la zona del euro. Una parte creciente de la deuda pública de los países se mantiene fuera de las fronteras nacionales, mientras que el porcentaje de deuda denominada en otras monedas ha descendido desde la introducción del euro<sup>2</sup>.

Unos niveles de deuda ligeramente inferiores a los existentes en el momento de la introducción del euro y una ampliación de los vencimientos han hecho que, en la mayor parte de los países, los pagos de intereses de la deuda pública se tornen algo menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés. Las estimaciones sugieren que el impacto mecánico de una subida de un punto porcentual de los tipos de interés a corto y a largo plazo en el promedio de pagos netos por intereses de los Gobiernos de la zona del euro sería de aproximadamente el 0,1% del PIB transcurrido un año, y del 0,3% al cabo de dos años.

En síntesis, aunque en gran medida se cumplen las condiciones técnicas para aplicar la disciplina de mercado en la UEM, puede prevalecer la inercia en la reacción de los mercados financieros y de los Gobiernos. En consecuencia, puede que las medidas presupuestarias que se han de adoptar

con el fin de que las finanzas públicas cumplan los requerimientos de sostenibilidad se aplacen más allá de lo que puede considerarse prudente desde una perspectiva a largo plazo. Esto, junto con el mayor riesgo de que la falta de disciplina presupuestaria en un país tenga efectos transfronterizos adversos, sugiere que es imprescindible aplicar las normas fiscales con determinación.

### 3 DIFERENCIALES DE LA DEUDA PÚBLICA Y EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO

En esta sección se analizan las tendencias del mercado de deuda pública de la zona del euro en los últimos años y su vínculo con la evolución de las finanzas públicas, y a continuación se presenta una breve panorámica de la literatura econométrica relevante.

En el gráfico 1 se muestra la evolución de los tipos de interés de la deuda pública a diez años de determinados países en relación con los tipos de interés de la deuda pública alemana al mismo plazo, que es la referencia en el mercado europeo de renta fija a largo plazo. Varios factores contribuyeron a la reducción de los diferenciales registrada en la segunda mitad de la década de los noventa, siendo el más importante, con diferencia, la

2 Puede consultarse más información sobre la evolución de la gestión de la deuda en la zona del euro en G. Wolswijk y J. de Haan, «Government debt management in the euro area – recent theoretical developments and changes in practices», Occasional Paper n.º 25, BCE, marzo del 2005.

eliminación progresiva de la prima de riesgo cambiario. En gran medida, por lo tanto, no debe sorprender el hecho de que, actualmente, los diferenciales de los tipos de interés pagados por distintos países de la zona del euro sean sólo una fracción de los vigentes en la primera mitad de los años noventa. Además, dado que los países tenían que ceder el control de la política monetaria, ya no sería posible devolver su deuda mediante la monetización por parte del banco central (un «rescate monetario»). Esto tendría que haber reducido la prima de riesgo de inflación, aunque puede haber provocado un efecto al alza en la prima de riesgo de crédito para reflejar la menor disponibilidad de opciones para evitar el impago. Las modificaciones de las prácticas de gestión de la deuda, como la armonización de las convenciones de emisión, los esfuerzos sostenidos por mejorar la liquidez de los mercados secundarios y el uso de sociedades y agencias de valores de los mercados primarios en la distribución de la deuda pública, también pueden haber influido, al igual que la ampliación del plazo de vencimiento de la deuda en varios países.

Los diferenciales de los tipos de interés se han estrechado algo más desde la introducción del euro (véase gráfico 1), y aunque en algunos países se

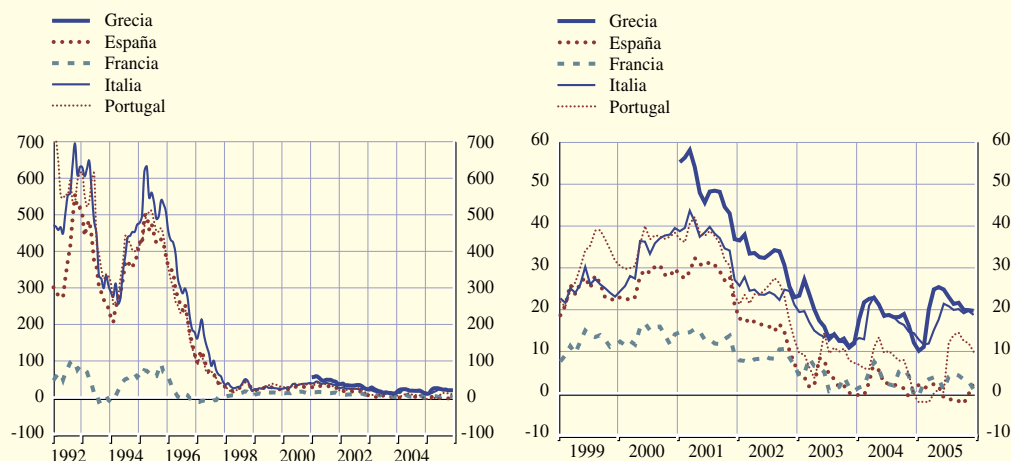
ampliaron ligeramente, en la mayor parte de los casos se mantuvieron más o menos estables hasta principios del 2001, cuando se inició una tendencia a la baja. Durante el 2005, los citados diferenciales volvieron a aumentar levemente en Grecia, Italia y Portugal.

Parte de la reducción observada en los diferenciales puede ser atribuible a factores fiscales. El déficit medio de la zona del euro se redujo del 5% del PIB, en 1995, al 0,9% en el 2000, pero posteriormente se situó en niveles más elevados (el 2,9% en el 2005). La ratio media de deuda pública disminuyó del 73,5% del PIB, en 1995, al 68,5% en el 2002, aunque posteriormente volvió a aumentar, hasta el 71,7% del PIB en el 2005. De este modo, en los últimos años se ha observado un deterioro de las finanzas públicas, y cinco países de la zona del euro registraban un déficit excesivo a finales del 2005 (Alemania, Grecia, Francia, Italia y Portugal).

El gráfico 2 proporciona una idea general de hasta qué punto las variaciones de los diferenciales de los tipos de interés pueden ser atribuibles a la evolución de las finanzas públicas. Muestra estas variaciones frente a la evolución de la deuda pública alemana a diez años entre el 2001 y el 2005,

Gráfico 1 Diferenciales de la deuda pública a diez años frente a Alemania

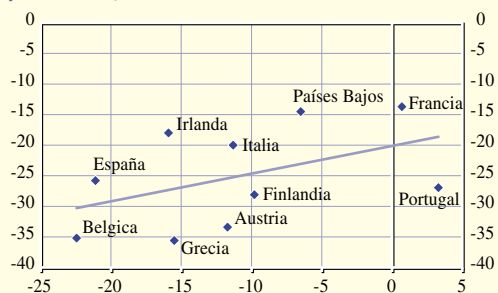
(en puntos básicos; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 2 Variaciones en la deuda en relación con el PIB con respecto a Alemania y modificaciones de los diferenciales de rendimiento frente a Alemania, 2001-2005**

(eje de abscisas: puntos porcentuales; eje de ordenadas: puntos básicos)



Fuentes: Comisión Europea, Reuters y cálculos del BCE.  
 1) Eje de abscisas: diferencia entre la variación de la deuda en relación con el PIB y la modificación de la ratio de deuda de Alemania entre el 2001 y el 2005 (las cifras correspondientes al 2005 proceden de las previsiones económicas de la Comisión Europea para el otoño del 2005). Eje de ordenadas: variación en el diferencial de rendimientos frente a la deuda pública a diez años alemana entre enero del 2001 y diciembre del 2005.

y las compara con las modificaciones de las ratios de deuda en relación con los cambios en la ratio de deuda pública de Alemania en ese período. Por ejemplo, la disminución de la ratio de deuda de Bélgica entre el 2001 y el 2005 fue de 22 puntos porcentuales del PIB por encima del cambio registrado en la ratio de endeudamiento de Alemania, mientras que el diferencial de tipo de interés entre la deuda pública belga y la deuda pública alemana, ambas a diez años, se redujo 35 puntos básicos en el citado período.

La línea tendente al alza del gráfico 2, que muestra el resultado de una regresión simple, realmente indica que las mejoras en la ratio de deuda de un país en relación con la variación de la ratio de deuda de Alemania han ido acompañadas de disminuciones de los diferenciales de los tipos de interés con respecto a Alemania.

Si se centra particularmente la atención en la prima de riesgo de impago incluida en los tipos de interés que pagan los Gobiernos, la más estrechamente relacionada con el concepto de disciplina de mercado, las estadísticas de los tipos de interés de los seguros de riesgo de crédito pueden aportar información de utilidad<sup>3</sup>. Estos tipos proporcionan una medida absoluta del

riesgo de impago, eludiendo con ello el problema de los cambios en la calificación crediticia del país de referencia. No obstante, este enfoque también presenta claras limitaciones: una liquidez de mercado reducida significa que no se dispone de datos para todos los países de la zona del euro, mientras que una negociación limitada reduce el contenido informativo de los tipos de los seguros de riesgo de crédito disponibles. No se dispone de datos fiables con anterioridad al 2004, lo que impide adoptar una perspectiva a más largo plazo.

Durante el período al que se refieren los datos (de enero del 2004 a diciembre del 2005), los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito mostraron una tendencia similar a los diferenciales de los tipos de interés, lo que apunta a que el grado de homogeneidad entre ambos mercados es alto (véase gráfico 3). Algunos diferenciales de los seguros de riesgo de crédito se incrementaron notablemente en el segundo trimestre del 2005, y se mantuvieron elevados posteriormente. Esto coincide con la nueva información disponible acerca de problemas presupuestarios en algunos de estos países, con las medidas adoptadas contra determinados países en el contexto del procedimiento de déficit excesivo, y con las valoraciones negativas de las agencias de calificación crediticia. El gráfico también muestra que, recientemente, el diferencial de los seguros de riesgo de crédito de Alemania se ha situado en niveles ligeramente superiores al de Francia. Esto podría constituir una señal de que parte de la caída de los diferencia-

3 En los contratos de seguro de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), el vendedor de protección se compromete a adquirir el bono de referencia a su valor nominal cuando se produzca un acontecimiento crediticio predeterminado. A cambio, el comprador de protección efectúa pagos periódicos al vendedor hasta la fecha de vencimiento del CDS o hasta que se registra un acontecimiento crediticio. Los pagos periódicos se calculan como un porcentaje determinado del principal del contrato subyacente. Esta cantidad a abonar, medida en términos anualizados y en puntos básicos, se denomina diferencial de CDS. En teoría, los diferenciales de los CDS deberían ser más o menos equivalentes al diferencial de rendimientos entre el bono de una entidad de referencia y un bono sin riesgo. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2005.

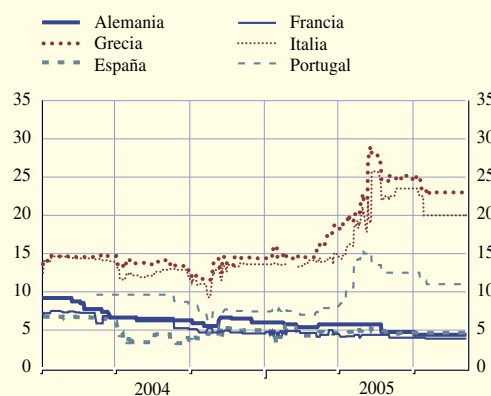
les de los tipos de interés frente a Alemania, el país de referencia, pueden deberse al deterioro relativo de la situación de las finanzas públicas en dicho país.

Los diferenciales de rendimientos también pueden verse afectados por determinadas características de los mercados de renta fija de la zona del euro, que todavía presentan diferencias entre países, como en el entorno regulador e institucional y la normativa fiscal nacionales, así como por un sesgo local en la demanda. La liquidez de la deuda pública es otro factor que podría ayudar a explicar la varianza observada entre los diferenciales. En el cuadro 2 se muestra que los diferenciales entre los precios de oferta y de demanda, que sirven para aproximar la liquidez, han disminuido desde 1999, y actualmente se sitúan en niveles, en general, similares entre países. Entre los factores que pueden haber contribuido a esta reducción se encuentran la publicación de calendarios de subastas y el desarrollo de mercados electrónicos paneuropeos de renta fija.

Aunque estos hechos estadísticos proporcionan algunas indicaciones de los efectos de la política presupuestaria en los tipos de interés, una valoración exhaustiva de dichos efectos ha de sustentarse en análisis econométricos. La mayor parte de los estudios empíricos realizados en

**Gráfico 3** Diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de algunos países de la zona del euro, enero 2004 - diciembre 2005

(en puntos básicos)



Fuentes: The Dutch State Treasury Agency y Bloomberg.

este ámbito aportan evidencia de que existen factores fiscales que influyen en los tipos de interés, aunque la magnitud de este efecto no suele ser muy elevada (véase recuadro 1), al menos en casos de ratios de déficit y de deuda públicos reducidos o moderados. El hecho de que los mercados no se comporten de manera lineal puede significar que la reacción es limitada hasta unos niveles de déficit y de endeudamiento determinados, aunque si se supera cierto umbral presupuestario, la magnitud de las respuestas puede aumentar rápidamente.

**Cuadro 2** Diferenciales entre los precios de oferta y de demanda de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; medias anuales)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bélgica	9,9	9,6	7,6	6,8	7,7	6,3	5,3
Alemania	6,1	6,2	6,3	6,0	5,5	4,6	5,6
Grecia	-	-	10,9	9,3	7,0	5,8	6,1
España	8,6	8,6	7,3	6,9	6,6	5,3	4,6
Francia	10,4	9,6	6,9	6,8	6,5	4,3	5,5
Italia	-	-	-	6,5	6,2	5,2	4,4
Países Bajos	9,6	9,4	6,7	6,5	6,7	6,4	4,6
Austria	10,3	9,9	9,1	8,6	7,4	5,0	4,7
Portugal	13,9	9,7	8,1	7,1	7,5	7,6	5,3

Fuente: Reuters.

**ESTUDIOS SOBRE LA RELACIÓN ENTRE POLÍTICAS FISCALES Y TIPOS DE INTERÉS EN LA ZONA DEL EURO**

La relación entre los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas y los diferenciales de tipos de interés es un tema que se ha estudiado ampliamente en la literatura económica empírica. Sin embargo, muchos estudios se centran en otras zonas económicas, sobre todo Estados Unidos, cuyas características no permiten una transposición literal de los resultados a la situación de la zona del euro. Los estados que integran Estados Unidos o las administraciones municipales suelen ver reducida su capacidad para elevar los impuestos (por ejemplo, porque las posibles subidas están sujetas a la aprobación de los votantes o de una mayoría calificada en el Parlamento), la legislación contiene a menudo limitaciones formales respecto a las necesidades de financiación de las administraciones y la movilidad de los factores es mucho mayor, lo que hace que a las autoridades les resulte más difícil elevar los impuestos cuando necesitan recursos financieros. Debido a estos factores, los diferenciales de tipos de interés en Estados Unidos son mayores que los observados en los países de la zona del euro. Lo ideal es que en los estudios centrados en un contexto europeo se tuvieran en cuenta los cambios en el marco institucional y de mercado resultantes de la aplicación del Tratado de Maastricht y de la introducción del euro, tales como la eliminación de los tipos de cambio entre los países de la zona, la mayor integración financiera y la cláusula de «no corresponsabilidad financiera».

Las diferencias en la cobertura temporal y geográfica, así como las relativas a la metodología (modelos macroeconómicos, vectores autorregresivos, modelos uniecuacionales) y a la frecuencia de los datos (que varía desde diaria hasta anual) dificultan la comparación de los resultados de los estudios realizados sobre el tema. También existe una gran diversidad en la especificación de las variables fiscales. Para explicar la evolución de los tipos de cambio se utilizan ratios de déficit y de deuda o de servicio de la deuda con respecto al PIB. La inclusión del déficit puede estar motivada por su importancia para determinar el importe anual neto que un gobierno necesita obtener en préstamo, mientras que los niveles de deuda deberían constituir un indicador más apropiado para evaluar el impacto de las políticas fiscales sobre la prima por riesgo de impago. Los pagos derivados del servicio de la deuda en porcentaje de los ingresos públicos son algo similar a la ratio servicio de la deuda/flujo de caja común en la financiación empresarial. Las interacciones entre el déficit y las variables de deuda se incluyen argumentando que los déficit sólo afectan significativamente a los tipos de interés cuando el endeudamiento es ya elevado. El motivo por el que se han probado especificaciones cuadráticas de las variables fiscales es que los mercados pueden reaccionar de forma no lineal: con moderación cuando los déficit y la deuda comienzan a aumentar desde niveles bajos, pero de forma más pronunciada una vez que se alcanzan niveles más altos. El carácter anticipatorio de los mercados financieros también ha llevado a los investigadores a adoptar el déficit público y la deuda como variables determinantes de los tipos de interés más que como resultados a posteriori. La razón de estas grandes diferencias en las especificaciones estriba, en parte, en el uso limitado de modelos formales en este tipo de literatura.

También se observa una notable variedad en otros factores que se utilizan como variables explicativas. A veces se incluyen componentes cíclicos con la expectativa de que los diferenciales aumenten en las fases descendentes del ciclo. En algunos estudios se incorpora una media de tolerancia o de aversión al riesgo argumentándose que en situaciones fiscales similares en otros aspectos, pueden producirse diferentes reacciones de los mercados dependiendo de la disposición de éstos a correr un riesgo. En períodos de aumento de la incertidumbre o de crisis financieras, los inversores buscan para sus fondos refugios seguros que ofrezcan liquidez, normalmente, la deuda pública emitida por los principales países.

La gran mayoría de los estudios evidencian la presencia de un efecto estadísticamente significativo, aunque normalmente pequeño, del déficit y/o la deuda públicos sobre los diferenciales de tipos de interés en la zona del euro<sup>1</sup>. Aunque, debido a las diferencias de metodología y de cobertura tanto geográfica como temporal, es aconsejable actuar con gran cautela, la literatura econométrica disponible indica que, grosso modo, un incremento del PIB de un punto porcentual en el déficit de un país de la zona del euro en relación con el déficit de Alemania aumenta su diferencial respecto a los bonos alemanes a diez años entre 15 y 35 puntos básicos, aproximadamente. Los efectos de las ratios de deuda sobre los diferenciales de tipos de interés suelen ser mucho menores. Bernoth, von Hagen y Schuknecht (2004) estudiaron los diferenciales de rendimiento de algunos países frente a Alemania y Estados Unidos, corregidos por los efectos del tipo de cambio, y llegaron a la conclusión de que los efectos fiscales sobre las primas de riesgo de impago no han disminuido con la llegada de la UEM, lo que sugiere una intensificación de los efectos del servicio de la deuda sobre los diferenciales de tipos de interés<sup>2</sup>. Por otro lado, el enfoque adoptado por Alfonso y Strauch (2004) se basa en la utilización de datos de alta frecuencia, para lo cual toman en consideración las reacciones de los mercados en el año 2002, tras conocerse el deterioro de las finanzas públicas en varios países. Llegan a la conclusión de que, si bien algunos sucesos concretos tuvieron un impacto transitorio y limitado en los diferenciales diarios de swaps de tipos de interés, no surtieron efectos importantes ni persistentes<sup>3</sup>.

- 1 La OECD y la Comisión Europea han publicado útiles estudios de carácter general sobre los efectos de los saldos presupuestarios en los tipos de interés: véase, respectivamente, A.-M. Brook, «Recent and prospective trends in real long-term interest rates: Fiscal policy and other drivers», Economics Department Working Paper n.º 367, septiembre del 2003 y European Commission 2004, Public Finances in EMU.
- 2 K. Bernoth, J. von Hagen y L. Schuknecht, «Sovereign risk premia in the European Government bond market», ECB Working Paper n.º 369, junio del 2004.
- 3 A. Alfonso y R. Strauch, «Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU», ECB Working Paper n.º 303, febrero del 2004.

#### 4 LA INFLUENCIA DE FACTORES NO FISCALES EN LOS DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Aunque, en general, los indicadores de los mercados financieros (diferenciales de los tipos de interés y tipos de interés de los seguros de riesgo de crédito) y los estudios econométricos corroboran la idea de que unos niveles de déficit y endeudamiento públicos más elevados se traducen en subidas de los tipos de interés, actualmente, unos diferenciales reducidos entre emisores soberanos de la zona del euro coinciden con sustanciales diferencias en los saldos presupuestarios y en las ratios de deuda. Esto puede ser reflejo, en cierta medida, de los efectos de determinados factores no fiscales que hasta ahora no se han considerado en este artículo. En la presente sección se describen algunos factores mencionados por los participantes en los mercados financieros. La relación no es completa, y

tampoco clasifica los factores por orden de importancia.

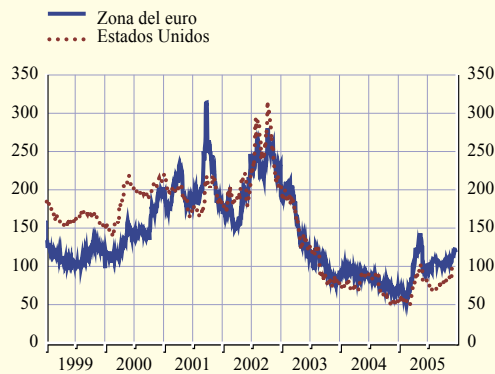
Antes de considerar estos factores cabe mencionar que la reducción de los diferenciales de los tipos de interés no se limita al mercado de bonos soberanos de la zona del euro. Como se muestra en el gráfico 4, los diferenciales de los valores de renta fija privada disminuyeron a finales del 2001 y, lo que es más significativo, entre el 2003 y comienzos del 2005, observándose una pauta similar en las economías emergentes.

#### NIVELES REDUCIDOS DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO

El muy reducido nivel, en términos históricos, del tipo de interés medio a largo plazo actualmente vigente en la zona del euro influye en los diferenciales de los tipos de interés. Los participantes en los mercados financieros, que tratan de conseguir mayor rentabilidad, están invir-

**Gráfico 4 Diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB de la zona del euro y Estados Unidos**

(datos diarios; en puntos básicos)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

tiendo en deuda pública, cuyo rendimiento es ligeramente superior.

#### MODIFICACIONES REGULATORIAS PARA LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Las modificaciones regulatorias también pueden influir en los diferenciales de los tipos de interés, en la medida en que la demanda de los inversores se centra en la deuda pública, cuyo rendimiento es algo más elevado. Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las empresas de seguros, son destacados participantes en los mercados de capitales, de forma que los cambios en sus carteras pueden causar un impacto considerable en la evolución de los tipos de interés. Actualmente, estos inversores han de hacer frente a una serie de modificaciones regulatorias que podrían afectar profundamente a las condiciones financieras de la zona del euro.

Recientemente, en determinados países se han formulado propuestas para la adopción de nuevas normas sobre la valoración de activos y pasivos a efectos de supervisión. Algunos países planean modificar la base a partir de la cual se valoran los pasivos de los fondos de pensiones, pasando de tipos de interés fijos o semifijos a una valoración de mercado. En los Países Bajos, por ejemplo, el país de la zona del euro con el nivel más elevado de activos de fondos de pensiones en porcentaje del PIB (en torno al 94%), los pasivos de los fon-

dos de pensiones se valorarán, a partir del 2007, en función de un tipo de interés de mercado a largo plazo en lugar de una tasa de descuento fija del 4%, y en las empresas de seguros se está afianzando una tendencia similar. Esta modificación aumenta considerablemente la volatilidad del pasivo de los balances de estos inversores institucionales. En consecuencia, los fondos de pensiones y las empresas de seguros están acometiendo una reorientación estratégica de los activos de referencia, y tienden a conceder mayor importancia a los bonos (a largo plazo) y a la cobertura de pasivos mediante *swaps*. El objetivo es reducir el «desajuste en el vencimiento» (esto es, el desajuste entre el vencimiento a más largo plazo de los pasivos y el de los activos, lo que hace que las variaciones de los tipos de interés afecten mucho más a los pasivos), así como el riesgo de que se planteen objeciones en la supervisión.

La introducción de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) para las empresas cotizadas de la UE en el 2005 es otro cambio en la regulación que afecta a los inversores institucionales. Estas normas exigen que las plusvalías y los déficit realizados y no realizados se incluyan en las cuentas de resultados de las empresas. De este modo, la previsión de un déficit en un fondo de pensiones exige que la empresa efectúe una provisión en su balance. Las empresas están buscando formas de reducir el volátil impacto de los fondos de pensiones en los beneficios. Entre las medidas que se contemplan se encuentra el traslado de gran parte de los activos de los fondos de pensiones a bonos a largo plazo, con lo que, al disminuir el ajuste en el vencimiento, se reduce la volatilidad, de los balances.

Los factores anteriormente descritos han contribuido a que se produzca un cambio reseñable en las carteras de los inversores institucionales, que han pasado de los valores de renta variable a los valores de renta fija. Entre diciembre del 2000 y marzo del 2005, los fondos de pensiones y las empresas de seguros de la zona del euro invirtieron 535 mm de euros en renta fija, lo que incluye deuda pública de la zona del euro, pero también valores de renta fija privada y deuda pública emitida por Gobiernos de países no pertenecientes a la

zona del euro. Esto representa un incremento del porcentaje de valores de renta fija en los activos totales de estos inversores institucionales de aproximadamente 7,5 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia de una reducción de la participación de los valores de renta variable y de los préstamos. Con el fin de situar en perspectiva los volúmenes de estas operaciones, las adquisiciones de valores de renta fija por parte de los fondos de pensiones y las empresas de seguros durante este período representaron el 6,5% del PIB de la zona del euro, en comparación, por ejemplo, con un déficit presupuestario acumulado para la zona del 10%, en el período transcurrido entre el 2001 y el 2004. Aunque no se dispone de información detallada sobre la clase de bonos comprados, la evidencia anecdótica sugiere que es posible que la deuda pública con mejor rendimiento haya sido la más beneficiada, contribuyendo con ello a un estrechamiento de los diferenciales de los tipos de interés. Entre los factores que confirman este cambio hacia deuda pública de mayor rentabilidad se encuentran la búsqueda de rendimientos en el contexto actual de tipos de interés reducidos y las brechas financieras de algunos planes de pensiones, así como una oferta limitada, aunque creciente, de deuda pública a muy largo plazo.

#### LA POLÍTICA DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

Algunos observadores han argumentado que la política de activos de garantía del Eurosistema contribuye a la disminución de los diferenciales de los tipos de interés. La política de activos de garantía define los activos que el Eurosistema acepta como garantía del crédito que proporciona a las IFM. Se considera que el Eurosistema no diferencia suficientemente entre la deuda pública de los Gobiernos de la zona del euro y que dar el mismo trato a toda la deuda pública favorece a la de los Gobiernos con calificación crediticia más baja, lo que contribuiría a que los diferenciales de los tipos de interés se mantengan reducidos.

Sin analizar en detalle esta política, cabe mencionar que se ha adoptado una serie de medidas de reducción de riesgos, con el fin de proteger al

Eurosistema de pérdidas financieras. Estas medidas, que se aplican igualmente a los activos de garantía públicos y privados, toman plenamente en consideración las valoraciones de los mercados financieros. En primer lugar, todos los activos que aportan las IFM han de cumplir una serie de criterios para su aceptación como activos de garantía por el Eurosistema, incluida una elevada calidad crediticia basada en las valoraciones realizadas por destacadas agencias de calificación crediticia. La calificación mínima es A-, de Standard and Poor's o Fitch Ratings, o A3 de Moody's. En segundo lugar, los activos de garantía que se aportan al Eurosistema se valoran diariamente utilizando precios de mercado. De este modo, los cambios en la valoración de un Gobierno por parte del sector privado que ocasionen una caída del precio de la deuda pública reducirán el valor de los activos de garantía de esos valores. En tal caso, las IFM tendrán que aportar más activos de garantía a cambio de una financiación determinada por parte de un banco central.

Una de las implicaciones del argumento que considera que el marco de activos de garantía del Eurosistema contribuye a que se reduzcan los diferenciales de los tipos de interés es que debería aumentar la proporción de deuda pública con calificación crediticia más baja en el conjunto de activos que se usan como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema: la deuda con las mejores calificaciones debería utilizarse con más frecuencia en operaciones de mercado del sector privado, mientras que debería ser más frecuente el recurso a la deuda con calificación crediticia más baja como garantía de las operaciones de crédito de los bancos centrales. En el recuadro 2 se proporciona información estadística sobre el uso de los activos de garantía, y muestra que la deuda pública de los países con calificación crediticia más baja está insuficientemente representada en comparación con su participación en el conjunto de activos de garantía de los sectores público y privado, y está proporcionalmente representada en comparación con su participación en el conjunto de activos de garantía públicos.



## Recuadro 2

### USO DE LA DEUDA PÚBLICA COMO GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

El artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC exige que todas las operaciones de crédito del Eurosistema (es decir, las operaciones de mercado abierto de inyección de liquidez y de provisión de crédito intradía) han de apoyarse en las garantías adecuadas. Para proteger al Eurosistema y evitar que incurra en pérdidas, los activos que se utilizan como garantía han de cumplir ciertos criterios de selección que define el Eurosistema; la lista de activos que cumplen dichos criterios se publica diariamente en la dirección del BCE en Internet. El Eurosistema acepta como garantía una gama muy amplia de instrumentos, no sólo deuda pública de la zona del euro, sino también muchos otros tipos de valores de renta fija denominados en euros emitidos por otros gobiernos y por el sector privado (como bonos bancarios, valores de renta fija privada y bonos de titulización). En el año 2005, el saldo vivo total de los activos de garantía disponibles ascendía aproximadamente a 8,2 billones de euros<sup>1</sup>, de los cuales el 54% (4,4 billones) correspondía a deuda de las Administraciones Públicas de los Estados miembros de la UE (véase gráfico). La deuda pública de los cuatro países de la zona del euro que no han recibido la calificación AAA de alguna de las tres agencias internacionales de calificación crediticia (Bélgica, Grecia, Italia y Portugal) representaba el 21% de ese saldo vivo (es decir, el 39% del fondo común de deuda pública). El 46% restante correspondía, en su mayoría, a deuda emitida por el sector privado: instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y bonos simples de entidades de crédito (30%), obligaciones de empresa (8%) y bonos de titulización (5%). El resto correspondía a otros emisores, como organismos supranacionales.

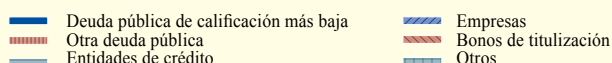
Los activos de garantía depositados para su utilización en las operaciones de crédito del Eurosistema durante el año 2005 ascendían, en promedio, a 853 mm de euros, aproximadamente el 10% del total de activos de garantía aceptados. La deuda pública representaba el 34% de los depósitos totales (véase gráfico). Utilizando como indicador el porcentaje que representa la deuda pública sobre el fondo total de activos aceptados, la deuda pública está infrarrepresentada en 20 puntos porcentuales. La deuda de los cuatro gobiernos con calificación más baja, que representaba el 21% del fondo total de activos de garantía disponibles en el año 2005, comprende sólo el 13% del total de activos de garantía depositados para uso en operaciones de crédito y, por lo tanto, está infrarrepresentada en 8 puntos porcentuales. Además, los datos correspondientes a los seis últimos años indican que se ha producido un cambio a favor de los emisores del sector privado y en detrimento de la deuda de esos cuatro gobiernos. El descenso más acusado se produjo entre los años 1999 y 2002, cuando la proporción de deuda pública depositada a tal efecto se redujo del 50% al 39%; entre el año 2002 y el 2004 se mantuvo relativamente estable para volver a bajar en el 2005. Paralelamente a este descenso, ha aumentado el recurso a los emisores del sector privado. Por ejemplo, el porcentaje de bonos de titulización se incrementó desde prácticamente cero en 1999 hasta un 9% en el 2005. Por consiguiente, estos activos se utilizan de forma más que proporcional en comparación con su importe nominal.

Así pues, contrariamente a los argumentos que suelen aducir algunos comentaristas, no hay evidencia de que la deuda pública de los países con calificación crediticia más baja esté representada más que proporcionalmente: de hecho, los datos sugieren lo contrario. Además, si se consideran solamente los 291 mm de euros en deuda de las Administraciones Centrales de la zona del euro depositados para ser utilizados como activos de garantía en promedio en el año 2005, los cuatro gobiernos de la zona del euro con calificación crediticia más baja representan el 39%. Como la deuda pública de

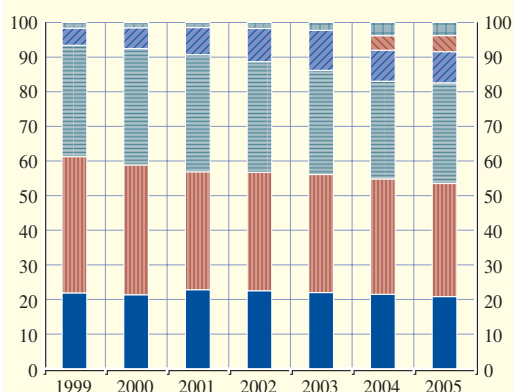
<sup>1</sup> Todas las cifras correspondientes a los activos de garantía disponibles y depositados son medias anuales. Para el año 2005, la media se calcula sobre los tres primeros trimestres solamente.

### Activos negociables admitidos y depositados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, por sector emisor

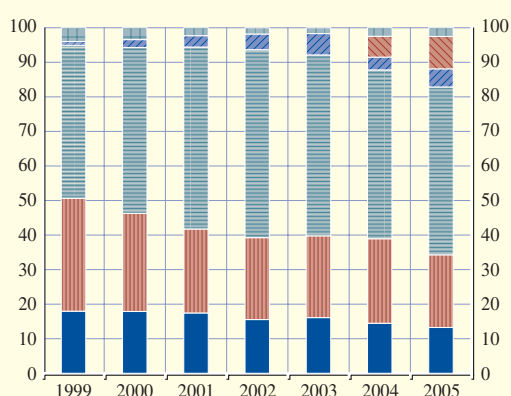
(porcentajes del total)



Activos negociables aceptados



Activos negociables depositados para su uso como garantía



Fuente: BCE.

Nota: Los datos del 2005 se refieren a los tres primeros trimestres del año.

1) Corresponde a la deuda pública de calificación crediticia más baja de Bélgica, Grecia, Italia y Portugal.

estos cuatro países también representa el 39% de la deuda total disponible de las Administraciones Centrales, se demuestra que, ni siquiera dentro del fondo de deuda pública de la zona del euro existe sustitución de deuda con mayor calificación crediticia por deuda con calificación más baja. El hecho de que a las entidades de contrapartida les resulte indiferente utilizar la deuda de los gobiernos con calificación crediticia más baja o la deuda pública con calificación más alta podría atribuirse, en parte, a la práctica común en el mercado de repos del sector privado (por ejemplo, en las operaciones Eurepo), en virtud de la cual toda la deuda pública de la zona del euro es igualmente aceptable como «activo de garantía general». Esta práctica de mercado ha tendido a igualar el coste de oportunidad —en cuanto al uso alternativo en el mercado del sector privado— que supone para las entidades de contrapartida la utilización de diferente tipo de deuda pública de la zona del euro como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema.

## 5 CONCLUSIONES

En principio, las fuerzas de mercado pueden ser de utilidad para alentar a los Gobiernos de la zona del euro a actuar de forma acorde con la sostenibilidad presupuestaria, complementando el marco fiscal existente. Como han reconocido los artífices del Tratado de Maastricht, estas fuerzas no necesariamente son suficientemente intensas ni puntuales para preservar la solidez de las finanzas públicas y, con ello, propiciar la consecución del objetivo de estabilidad de precios de la política

monetaria. Por consiguiente, un marco presupuestario creíble y su rigurosa aplicación son fundamentales para lograr unas finanzas públicas saneadas en la UEM, como medio para reforzar las condiciones para la estabilidad de precios y proporcionar un entorno macroeconómico estable. Además, habría que evitar que se adopten medidas que influyan negativamente en las condiciones para la disciplina de mercado, por ejemplo, reduciendo la credibilidad de la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» del Tratado de Maastricht.

Durante el período previo a la introducción del euro, los diferenciales de los tipos de interés de los países de la zona del euro se redujeron sustancialmente, favorecidos por la eliminación progresiva del riesgo de tipo de cambio entre las monedas nacionales involucradas y por la disminución del riesgo de inflación. Desde la introducción de la moneda única, en enero de 1999, los diferenciales parecen captar, principalmente, la prima de riesgo de crédito, que los mercados están valorando a un nivel relativamente bajo para todos los países, aunque la situación presupuestaria varíe notablemente entre ellos. Con todo, a partir de estas observaciones, es obvio que el deterioro o la mejora de la calificación crediticia de un emi-

sor de deuda pública están incorporados en esta prima, como se refleja en el mercado de seguros de riesgo de crédito y en los diferenciales observados en los mercados de renta fija. Es posible que otros factores hayan contribuido al reducido nivel actual de los diferenciales de los tipos de interés, entre los que se incluye el deseo de los inversores de adquirir deuda pública de mayor rendimiento y las modificaciones de la normativa contable y de supervisión para los fondos de pensiones y las empresas de seguros. Las estadísticas sobre el uso de activos de garantía indican que la política del Eurosistema en este ámbito no afecta de manera significativa a los diferenciales de los tipos de interés.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## **PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO**

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro **S5**

## **1 ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA**

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

## **2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN**

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

## **3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS**

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

## **4 MERCADOS FINANCIEROS**

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

## **5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO**

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

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int). Véase la dirección en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) para series de datos más largas y detalladas.

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	.	2,19	3,44
2005 I	9,6	7,1	6,7	-	7,3	8,9	2,14	3,67
II	9,8	7,5	7,0	-	7,6	13,2	2,12	3,41
III	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,3	2,13	3,26
IV	10,9	8,5	7,8	-	8,9	.	2,34	3,42
2005 Ago	11,6	8,6	8,2	8,2	8,5	13,1	2,13	3,32
Sep	11,1	8,8	8,4	8,2	8,8	14,4	2,14	3,16
Oct	11,2	8,6	7,9	8,0	8,9	15,1	2,20	3,32
Nov	10,4	8,2	7,6	7,6	9,0	14,3	2,36	3,53
Dic	11,3	8,4	7,3	.	9,1	.	2,47	3,41
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	2,51	3,39

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

### 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 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	.	.	.	.	320,2	103,0	105,2	1,2441
2005 I	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,9	1,3113
II	-9,7	18,4	-11,6	103,3	302,3	103,4	105,6	1,2594
III	-0,9	16,3	-97,6	92,6	310,9	101,9	104,2	1,2199
IV	.	.	.	.	320,2	100,9	103,2	1,1884
2005 Ago	-2,0	0,8	-12,2	-12,9	295,7	102,3	104,6	1,2292
Sep	-1,1	5,7	-1,7	30,3	310,9	101,8	104,1	1,2256
Oct	-6,8	3,2	-6,4	-6,6	310,5	101,4	103,7	1,2015
Nov	-7,6	1,9	-12,2	-31,5	322,7	100,7	103,0	1,1786
Dic	.	.	.	.	320,2	100,7	103,1	1,1856
2006 Ene	.	.	.	.	.	101,4	103,9	1,2103

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.

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



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

### 1. Activo

	2006 6 Ene	2006 13 Ene	2006 20 Ene	2006 27 Ene
<b>Oro y derechos en oro</b>	163.804	163.797	163.797	163.779
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	155.332	156.182	156.702	155.424
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	22.780	22.160	22.907	23.096
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.895	9.234	9.447	9.086
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	406.239	399.115	414.105	416.036
Operaciones principales de financiación	316.000	308.998	324.000	316.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.017	90.017	90.017	100.017
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	211	100	73	19
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	11	0	15	0
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.735	4.085	3.880	4.041
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	92.987	93.244	93.749	95.225
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	40.113	40.113	40.113	40.113
<b>Otros activos</b>	144.729	145.328	146.480	148.386
<b>Total activo</b>	1.038.614	1.033.258	1.051.180	1.055.186

### 2. Pasivo

	2006 6 Ene	2006 13 Ene	2006 20 Ene	2006 27 Ene
<b>Billetes en circulación</b>	560.253	553.846	549.377	546.654
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	153.127	152.814	155.942	159.972
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	153.097	152.775	155.926	159.882
Facilidad de depósito	29	38	5	79
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	1	1	11	11
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	207	207	155	155
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	49.468	50.404	68.107	72.067
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	12.609	12.452	12.687	12.837
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	402	334	290	299
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.133	10.998	12.335	10.666
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.920	5.920	5.920	5.922
<b>Otros pasivos</b>	68.969	68.757	67.920	68.151
<b>Cuentas de revalorización</b>	119.113	119.113	119.113	119.113
<b>Capital y reservas</b>	58.413	58.413	59.334	59.350
<b>Total pasivo</b>	1.038.614	1.033.258	1.051.180	1.055.186

Fuente: BCE.





## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde <sup>1)</sup>	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	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2		3	4		5	6
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-	
4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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	

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.
- 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.

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas<sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo<sup>3)</sup>

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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 5 Oct	382.662	348	288.000	2,00	2,06	2,07	7
12	380.299	372	281.000	2,00	2,07	2,07	7
19	383.949	397	296.000	2,00	2,06	2,07	7
26	371.445	384	301.500	2,00	2,06	2,07	8
3 Nov	354.563	340	294.000	2,00	2,05	2,06	6
9	3 66.131	350	295.000	2,00	2,05	2,06	7
16	401.859	393	293.500	2,00	2,05	2,06	7
23	403.121	434	311.000	2,00	2,08	2,10	7
30	3 61.548	379	306.500	2,00	2,09	2,11	6
6 Dic	354.476	300	333.500	2,25	2,29	2,31	8
14	378.799	345	308.500	2,25	2,29	2,30	7
21	391.591	393	314.000	2,25	2,30	2,31	8
29	315.797	386	315.000	2,25	2,25	2,42	6
2006 4 Ene	359.312	353	316.000	2,25	2,30	2,31	7
11	378.353	368	309.000	2,25	2,30	2,31	7
18	400.188	409	324.000	2,25	2,30	2,31	7
25	392.854	408	316.000	2,25	2,30	2,31	7
1 Feb	387.275	389	290.000	2,25	2,30	2,31	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 24 Feb	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
31 Mar	38.462	148	30.000	-	2,09	2,10	91
28 Abr	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91
26 May	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98
30 Jun	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	91
28 Jul	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92
1 Sep	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84
28 Oct	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 Dic	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 <sup>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1
7 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1

Fuente: BCE.

1) Los dat

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 subas

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

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

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	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
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 I	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1
II	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9
2005 Jul	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9
Ago	13.388,1	7.003,0	499,9	1.689,2	1.066,0	3.130,1
Sep	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9
Oct	13.712,6	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8
Nov	13.972,9	7.250,1	508,2	1.721,2	1.286,6	3.206,8

#### 2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 I	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
II	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
III	149,7	150,2	0,6	0,0	2,05
2005 11 Oct	150,7	151,4	0,7	0,0	2,05
8 Nov	149,5	150,2	0,7	0,0	2,06
5 Dic	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 17 Ene	153,3	154,1	0,8	0,0	2,29
7 Feb	154,6	.	.	.	.

#### 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
	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	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
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 I	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
II	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
III	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8
2005 11 Oct	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1
8 Nov	315,1	293,4	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	535,6	50,4	-37,9	150,2	686,0
5 Dic	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 17 Ene	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro**

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 I	16.259,8	8.498,1	828,1	7.669,9	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.432,4
II	17.038,8	8.748,7	829,6	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.624,6
2005 Jul	17.125,4	8.807,5	830,1	7.977,4	2.046,5	1.538,3	508,2	710,6	3.757,1	177,5	1.626,1
Ago	17.096,7	8.811,5	831,1	7.980,4	2.040,9	1.533,9	507,0	711,6	3.750,1	177,6	1.605,1
Sep	17.318,8	8.905,9	837,2	8.068,7	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,8	177,7	1.627,8
Oct	17.452,7	8.967,4	833,4	8.133,9	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,5	1.609,5
Nov	17.880,4	9.044,8	826,8	8.218,0	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,0	178,7	1.695,5
Dic <sup>(p)</sup>	17.852,2	9.143,7	851,7	8.291,9	2.160,9	1.605,2	555,7	708,1	3.979,6	178,9	1.681,1
<b>Operaciones</b>											
2003	794,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,8	-0,2
2004	1.268,0	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	437,6	2,7	201,5
2005 I	448,3	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	59,2
II	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,2	126,4	1,0	133,0
2005 Jul	98,3	61,9	0,6	61,3	-1,5	-0,7	-0,8	-8,3	44,6	1,1	0,5
Ago	-24,0	6,2	1,1	5,1	-7,4	-5,7	-1,8	0,3	-1,3	0,1	-21,8
Sep	182,9	92,2	6,2	86,0	-5,7	-6,2	0,5	11,0	64,4	0,0	21,1
Oct	134,7	61,3	-3,8	65,1	32,1	16,1	15,9	7,9	56,0	0,9	-23,5
Nov	218,2	76,5	-6,7	83,2	63,4	44,5	18,9	1,4	25,2	0,2	51,6
Dic <sup>(p)</sup>	-40,2	97,1	23,4	73,7	-35,7	-45,8	10,1	-3,7	-82,1	0,3	-16,1

**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 <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 I	16.259,8	471,8	187,4	6.723,8	614,5	2.145,5	1.062,9	3.110,5	1.943,0	0,4
II	17.038,8	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
2005 Jul	17.125,4	506,4	210,8	6.963,7	635,1	2.249,4	1.135,0	3.288,0	2.151,8	-14,9
Ago	17.096,7	500,9	166,8	6.942,7	639,7	2.263,1	1.143,3	3.279,6	2.158,8	1,9
Sep	17.318,8	507,2	182,4	7.002,0	631,5	2.283,7	1.162,6	3.381,7	2.185,4	-17,8
Oct	17.452,7	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,1	1.159,5	3.445,8	2.173,4	-8,2
Nov	17.880,4	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.173,9	3.637,3	2.334,1	-2,6
Dic <sup>(p)</sup>	17.852,2	532,9	174,6	7.205,8	614,3	2.328,6	1.195,8	3.536,1	2.235,0	29,1
<b>Operaciones</b>										
2003	794,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	36,8	130,8	-31,5	60,3
2004	1.268,0	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,4	37,7
2005 I	448,3	3,3	25,0	57,3	9,7	65,3	13,1	212,0	107,1	-44,4
II	533,0	24,8	24,1	175,2	6,7	80,3	24,6	61,4	169,0	-33,2
2005 Jul	98,3	9,9	-0,7	28,2	12,9	6,8	2,9	43,9	-7,3	1,7
Ago	-24,0	-5,5	-44,3	-19,4	4,1	14,8	6,2	-3,0	5,7	17,4
Sep	182,9	6,2	15,7	57,3	-6,9	15,6	10,5	87,3	20,5	-23,3
Oct	134,7	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,4	2,9	61,5	-11,5	11,1
Nov	218,2	4,0	5,7	24,7	-9,3	10,4	4,6	69,4	106,4	2,4
Dic <sup>(p)</sup>	-40,2	18,4	-10,5	120,3	-15,7	-5,8	17,0	-97,6	-99,1	32,7

Fuente: BCE.

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

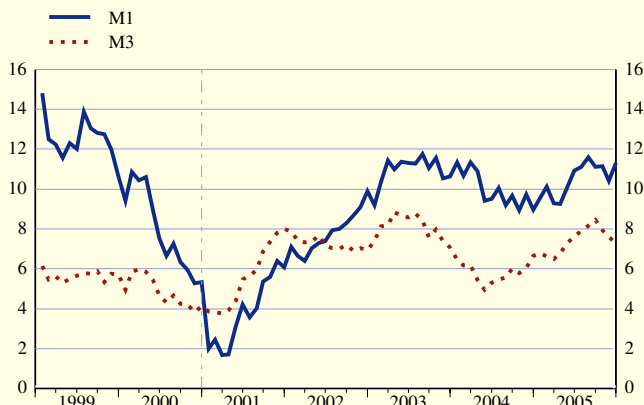
(mm de euros y tasas de crecimiento interanua)

### 1. Agregados monetarios<sup>1)</sup> y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.149,6	7.093,4	230,6	
2004	2.912,7	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.297,0	8.681,9	7.545,2	375,8	
2005 I	3.006,7	2.675,4	5.682,1	944,9	6.627,0	-	4.579,5	2.328,5	8.830,0	7.673,6	387,5	
II	3.257,5	2.557,9	5.815,3	981,1	6.796,4	-	4.797,2	2.353,5	9.114,6	7.893,9	469,8	
2005 Jul	3.302,0	2.572,2	5.874,2	994,6	6.868,8	-	4.805,3	2.364,6	9.189,4	7.960,5	472,5	
Ago	3.329,3	2.584,9	5.914,2	1.005,2	6.919,4	-	4.833,7	2.375,9	9.245,9	8.010,5	466,6	
Sep	3.348,4	2.629,8	5.978,2	1.001,5	6.979,8	-	4.866,4	2.370,4	9.335,9	8.084,1	454,1	
Oct	3.369,1	2.635,6	6.004,8	990,1	6.994,8	-	4.902,9	2.407,1	9.391,5	8.148,3	437,9	
Nov	3.379,7	2.638,5	6.018,2	1.001,6	7.019,7	-	4.943,9	2.477,4	9.477,0	8.213,2	398,2	
Dic <sup>(p)</sup>	3.417,1	2.648,4	6.065,6	991,2	7.056,8	-	4.984,6	2.485,6	9.545,5	8.277,7	425,3	
Operaciones												
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	234,3	131,9	442,9	370,1	96,0	
2004	240,4	111,8	352,3	56,0	408,3	-	340,8	53,5	572,5	504,2	163,0	
2005 I	91,3	8,2	99,4	-20,5	78,9	-	107,1	26,4	146,8	128,6	8,9	
II	86,3	38,7	125,0	36,5	161,5	-	126,0	8,2	235,6	178,1	48,6	
2005 Jul	45,0	14,7	59,8	12,5	72,3	-	11,8	14,8	72,5	69,7	5,6	
Ago	28,4	13,1	41,5	10,1	51,7	-	27,4	10,0	57,4	52,1	-5,6	
Sep	18,4	43,9	62,3	-1,6	60,7	-	17,9	-3,9	83,2	71,3	-30,0	
Oct	21,1	5,1	26,2	-15,4	10,8	-	42,0	12,7	87,6	64,1	-15,0	
Nov	9,6	2,0	11,6	-2,6	9,0	-	27,0	29,5	77,6	64,1	-44,1	
Dic <sup>(p)</sup>	37,5	10,3	47,8	-10,2	37,6	-	23,6	7,3	64,8	64,3	17,6	
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	5,9	6,3	5,7	5,5	96,0	
2004 Dic	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,0	7,1	163,0	
2005 Mar	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,5	7,4	7,5	98,2	
Jun	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,3	
2005 Jul	11,1	5,3	8,3	5,5	7,9	7,9	9,2	1,2	8,4	8,3	162,8	
Ago	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,2	1,2	8,7	8,5	134,4	
Sep	11,1	6,5	8,8	6,1	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	77,7	
Oct	11,2	6,0	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,9	9,4	8,9	51,2	
Nov	10,4	5,9	8,2	3,8	7,6	7,6	8,7	3,4	9,4	9,0	-2,1	
Dic <sup>(p)</sup>	11,3	5,3	8,4	0,9	7,3	.	8,5	4,5	9,5	9,1	-14,1	

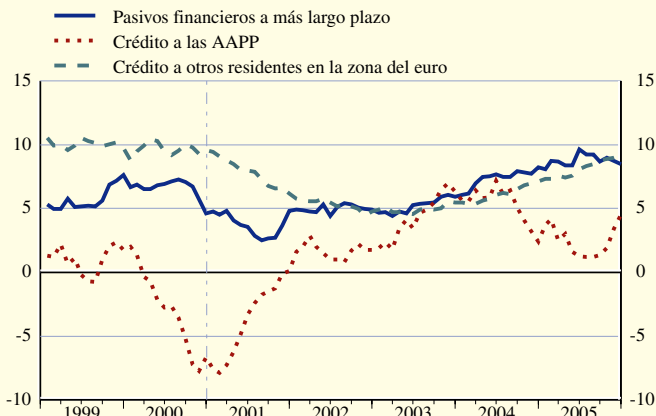
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2) En la sección «Tas»

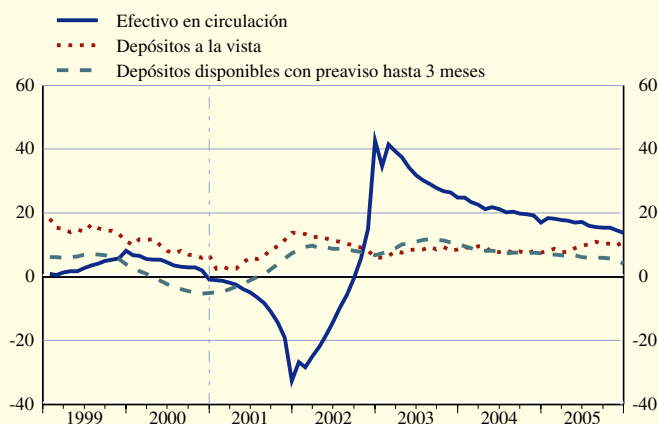
### 2.3 Estadísticas monetarias

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; d□)

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

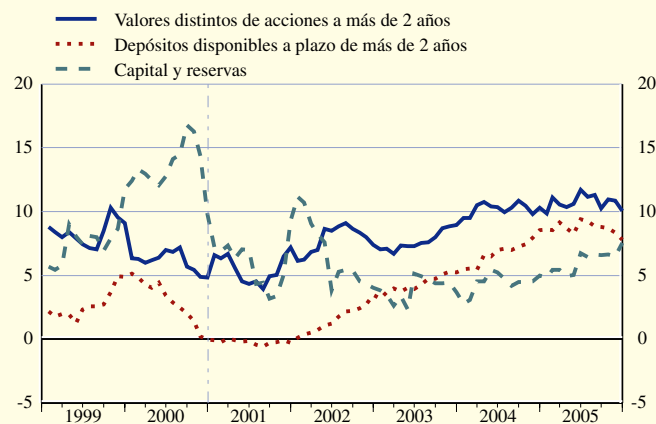
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles 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											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	239,4	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 I	477,6	2.529,1	1.019,3	1.656,1	225,8	613,1	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
II	493,7	2.763,7	1.039,2	1.518,7	239,7	622,9	118,5	2.122,6	91,6	1.449,2	1.133,8
2005 Jul	494,7	2.807,3	1.045,1	1.527,0	243,0	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.134,5
Ago	501,5	2.827,8	1.047,8	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.142,3
Sep	507,4	2.841,0	1.083,9	1.545,9	244,9	636,7	120,0	2.157,8	87,8	1.464,1	1.156,7
Oct	515,0	2.854,2	1.087,0	1.548,7	237,2	631,3	121,5	2.186,6	87,0	1.473,7	1.155,6
Nov	519,6	2.860,1	1.089,6	1.548,9	237,8	633,7	130,0	2.196,9	86,7	1.484,3	1.176,0
Dic <sup>(p)</sup>	514,9	2.902,3	1.109,1	1.539,4	232,4	627,9	130,9	2.202,4	86,3	1.502,7	1.193,2
Operaciones											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	36,3
2004	65,8	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
2005 I	24,9	66,4	-13,2	21,4	-13,7	-5,7	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
II	16,2	70,1	14,3	24,4	13,7	9,7	13,0	66,2	0,0	34,0	25,8
2005 Jul	1,0	44,1	6,3	8,4	3,3	8,5	0,7	3,8	-0,8	7,6	1,2
Ago	6,8	21,6	3,0	10,1	9,6	-1,1	1,6	21,2	-1,0	1,6	5,6
Sep	6,0	12,5	35,1	8,7	-7,8	6,2	0,0	5,9	-2,0	8,4	5,6
Oct	7,5	13,6	2,3	2,8	-7,6	-8,8	1,1	28,3	-0,7	9,5	4,9
Nov	4,7	4,9	1,9	0,2	0,5	-7,6	4,5	6,5	-0,3	10,2	10,6
Dic <sup>(p)</sup>	-4,8	42,3	19,8	-9,5	-5,4	-6,2	1,4	4,9	-0,4	6,7	12,4
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,7
2004 Dic	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 Mar	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
Jun	17,2	9,8	3,4	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	9,4	6,7
2005 Jul	16,0	10,2	4,0	6,0	6,7	3,7	13,5	11,2	0,3	9,3	6,4
Ago	15,6	10,9	4,3	6,0	11,0	2,6	13,5	11,3	-0,9	8,8	6,6
Sep	15,3	10,4	7,2	5,9	8,8	3,7	14,6	10,2	-2,3	8,8	6,6
Oct	15,3	10,4	6,2	5,7	5,0	1,4	17,6	11,0	-3,8	8,7	6,6
Nov	14,6	9,7	6,7	5,2	6,6	0,5	17,0	10,9	-4,5	8,3	6,5
Dic <sup>(p)</sup>	13,7	10,9	6,6	4,2	-3,1	-0,8	20,1	10,0	-4,8	7,8	7,5

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



Fuente: BCE.

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



## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1)</sup>

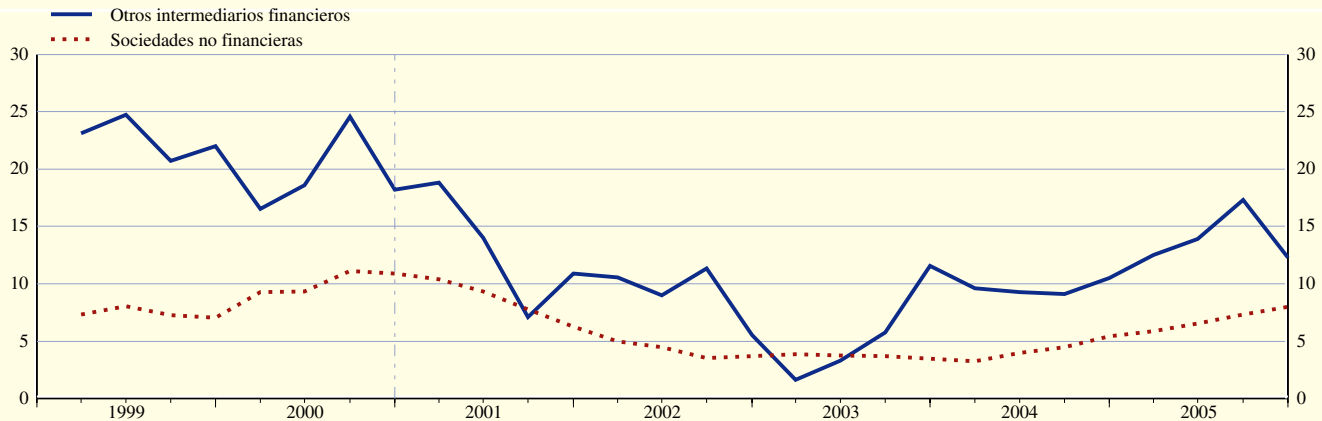
(mm de euro)

### 1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
<b>Saldos vivos</b>								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,7	973,8	547,8	1.631,2
2005 I	58,2	39,7	560,8	351,1	3.189,9	983,8	555,2	1.650,9
II	63,8	43,9	581,1	362,9	3.282,3	1.025,1	564,4	1.692,7
2005 Jul	63,7	43,3	579,1	357,1	3.309,0	1.024,8	573,5	1.710,7
Ago	64,4	42,7	571,0	348,0	3.295,9	1.002,3	571,3	1.722,3
Sep	65,2	42,8	601,0	372,8	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8
Oct	68,9	45,6	601,6	369,2	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0
Nov	75,4	50,7	617,0	377,5	3.373,8	1.027,5	589,5	1.756,7
Dic <sup>(p)</sup>	64,7	41,8	627,8	377,0	3.407,7	1.037,8	592,1	1.777,8
<b>Operaciones</b>								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 I	8,6	7,9	10,9	14,9	37,7	8,0	8,1	21,5
II	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	35,0	9,8	37,6
2005 Jul	-0,1	-0,6	-1,4	-5,5	27,6	0,2	9,1	18,3
Ago	0,7	-0,5	-8,4	-9,0	-11,0	-21,5	-2,0	12,4
Sep	0,7	0,1	29,2	24,4	25,1	8,0	5,0	12,2
Oct	3,7	2,8	-1,9	-5,3	22,0	8,1	10,2	3,8
Nov	6,5	5,1	13,3	7,7	31,7	9,6	3,6	18,4
Dic <sup>(p)</sup>	-10,7	-8,9	9,7	-0,5	37,5	10,7	3,3	23,5
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,8	6,7	6,9
Jun	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2
2005 Jul	11,3	3,1	14,9	19,1	7,1	6,0	7,0	7,7
Ago	18,3	9,1	16,0	21,0	6,9	5,6	5,9	8,0
Sep	22,7	13,3	17,3	22,9	7,3	5,6	6,6	8,6
Oct	24,0	15,8	15,5	19,1	7,3	5,5	8,2	8,1
Nov	37,3	33,0	12,9	12,7	7,5	4,8	8,3	8,9
Dic <sup>(p)</sup>	30,7	31,7	12,3	10,7	8,0	5,9	8,6	9,1

### C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

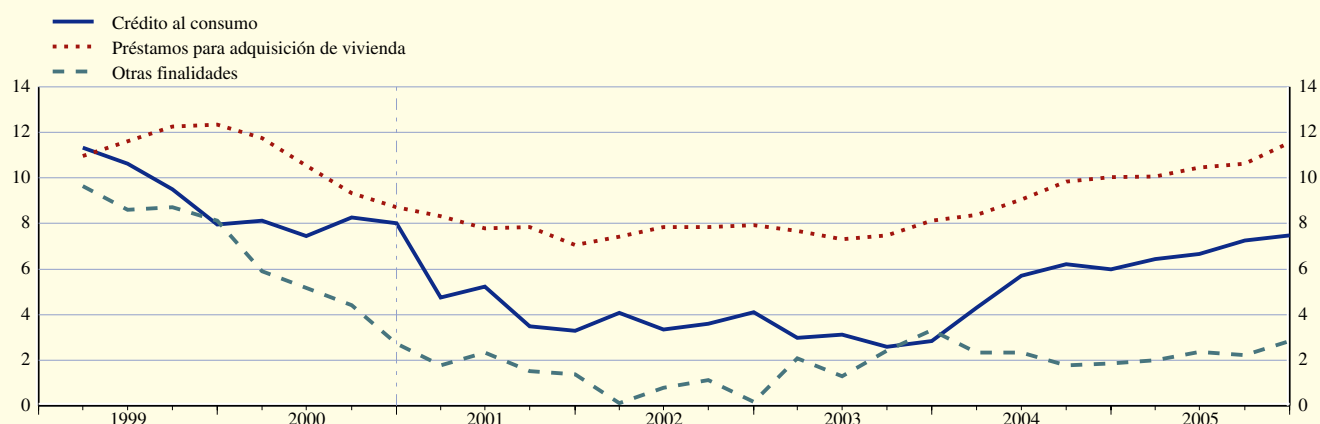


2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1)</sup>  
(mm de euro)

2. Préstamos a hogares<sup>2)</sup>

	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
<b>Saldos vivos</b>													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 I	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,9	144,4	98,7	457,8
II	3.991,3	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,2	14,8	66,2	2.656,1	716,8	149,9	101,0	465,9
2005 Jul	4.024,9	539,1	122,3	199,1	217,7	2.772,9	14,8	66,8	2.691,2	712,9	145,2	101,2	466,5
Ago	4.048,3	540,6	123,2	198,8	218,6	2.795,1	14,6	67,2	2.713,3	712,6	143,6	101,3	467,8
Sep	4.079,5	544,7	125,8	199,0	220,0	2.819,8	15,1	67,6	2.737,1	714,9	145,4	101,3	468,2
Oct	4.120,2	548,7	126,9	200,0	221,8	2.850,8	14,9	67,8	2.768,1	720,7	145,3	101,8	473,6
Nov	4.151,2	550,1	126,4	200,7	223,0	2.877,1	15,0	68,3	2.793,9	724,0	147,8	102,4	473,8
Dic <sup>(p)</sup>	4.191,1	552,0	127,7	201,3	223,0	2.917,4	15,2	68,2	2.834,0	721,8	147,3	99,8	474,6
<b>Operaciones</b>													
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
2005 I	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
II	102,5	15,7	4,0	6,0	5,7	75,6	0,5	0,5	74,5	11,3	5,6	0,5	5,1
2005 Jul	35,2	2,4	-1,9	1,9	2,3	35,9	0,0	0,5	35,3	-3,1	-4,5	0,2	1,2
Ago	23,8	2,1	1,0	-0,3	1,3	22,1	-0,2	0,4	21,9	-0,3	-1,5	0,1	1,1
Sep	30,9	4,3	2,4	0,5	1,4	25,1	0,5	0,4	24,2	1,5	1,4	-0,1	0,3
Oct	41,2	4,4	1,3	1,1	2,0	31,0	-0,2	0,3	31,0	5,8	-0,1	0,5	5,4
Nov	31,7	2,7	-0,5	0,7	2,5	26,2	0,1	0,5	25,7	2,8	2,8	0,6	-0,6
Dic <sup>(p)</sup>	37,2	2,6	1,6	0,8	0,3	34,9	0,8	-0,1	34,2	-0,3	1,3	-2,5	0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2003 Dic	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
Jun	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,4	4,1	4,6	10,6	2,4	3,8	0,6	2,3
2005 Jul	8,5	6,7	6,1	6,0	7,8	10,7	5,4	4,7	10,9	2,1	3,1	0,9	2,0
Ago	8,6	6,9	6,4	6,1	8,0	10,8	4,3	4,7	11,0	2,2	3,1	1,2	2,1
Sep	8,6	7,2	7,7	6,2	8,0	10,6	6,7	4,8	10,8	2,2	2,4	1,2	2,4
Oct	9,0	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,7	4,7	11,1	3,1	2,9	0,8	3,6
Nov	9,2	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	5,0	6,4	11,3	3,0	2,6	1,6	3,4
Dic <sup>(p)</sup>	9,4	7,5	6,4	6,5	9,0	11,5	8,8	5,9	11,7	2,8	4,3	-1,1	3,2

C6 Préstamos a hogares  
(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM<sup>1)</sup>

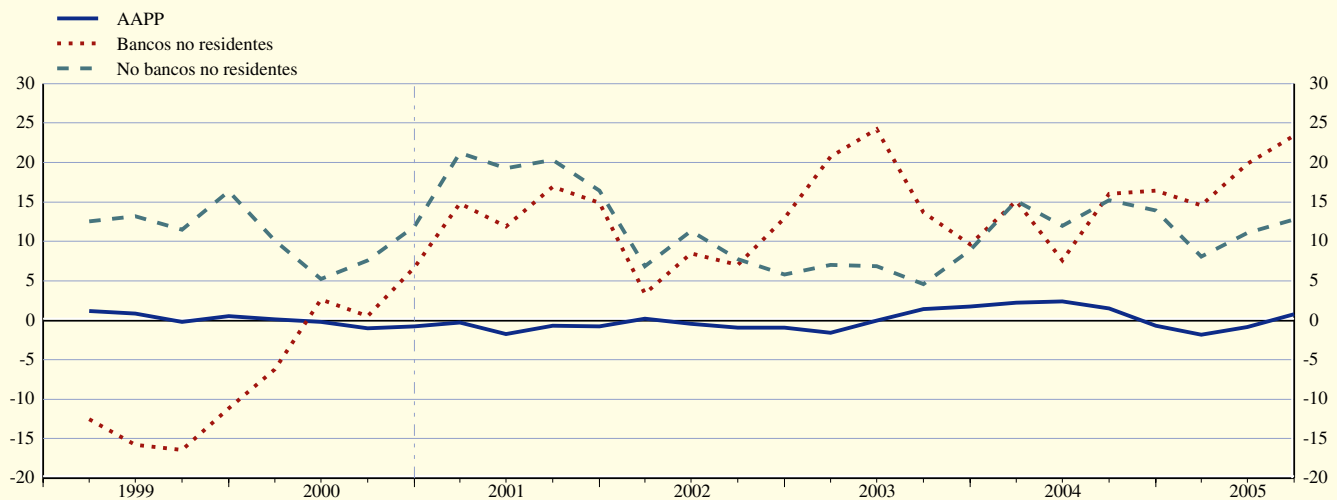
(mm de euro)

### 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 <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	808,4	125,0	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III <sup>(p)</sup>	816,0	124,8	247,1	414,5	29,6	2.376,2	1.638,8	737,0	64,2	672,7
<b>Operaciones</b>										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
II	1,2	-4,7	-0,8	0,6	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
III <sup>(p)</sup>	7,8	-0,1	-0,5	7,3	1,1	85,7	57,5	27,9	2,1	25,7
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-0,8	-0,4	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep <sup>(p)</sup>	0,8	1,5	-2,4	5,0	-23,5	19,9	23,4	12,8	5,5	13,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1)</sup>

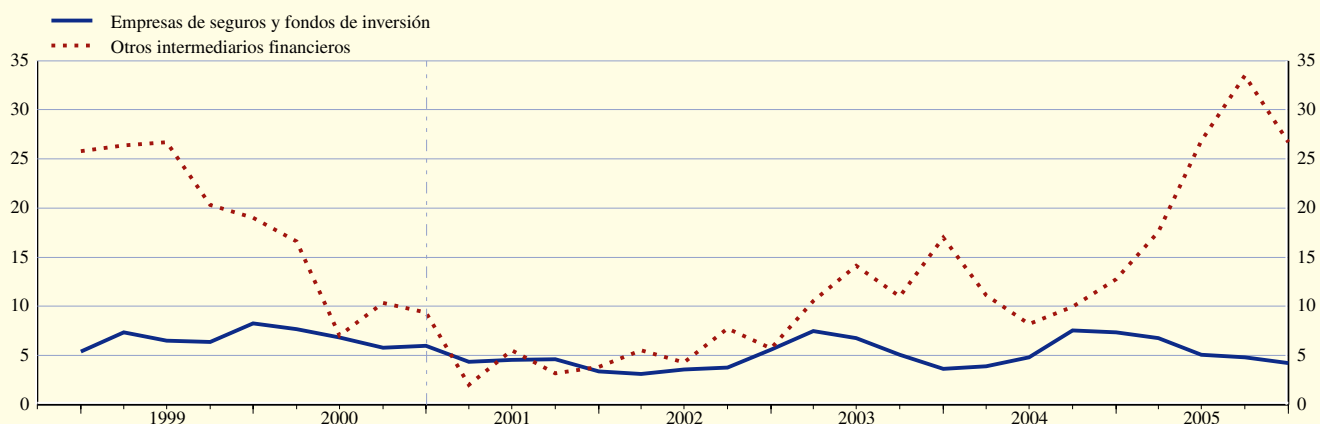
(mm de euro)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	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
<b>Saldos vivos</b>														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005 I	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
II	595,7	61,2	48,3	463,0	1,1	1,6	20,5	792,2	226,7	149,1	264,3	11,1	0,1	140,7
2005 Jul	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,4	223,5	155,8	267,7	11,6	0,1	140,5
Ago	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,5	268,1	11,4	0,1	143,2
Sep	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,3	242,7	169,8	275,6	10,6	0,1	134,4
Oct	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,3	232,5	176,6	285,5	11,0	0,1	141,7
Nov	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,6	225,8	180,2	298,4	11,1	0,1	137,0
Dic <sup>(p)</sup>	611,0	67,1	51,9	469,2	1,2	1,4	20,2	865,4	224,4	186,4	323,3	10,5	0,1	120,6
<b>Operaciones</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 I	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
II	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,3	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	11,9
2005 Jul	8,1	3,2	3,6	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,4	-3,0	6,8	6,2	0,5	0,0	-0,2
Ago	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-2,1	-6,3	1,5	0,4	-0,3	0,0	2,7
Sep	-1,3	0,8	-0,1	0,8	0,0	0,0	-2,9	35,3	25,3	12,1	7,4	-0,8	0,0	-8,8
Oct	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	6,0	0,4	0,0	7,2
Nov	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,6	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,7
Dic <sup>(p)</sup>	4,8	-1,0	9,3	-0,5	0,0	0,0	-2,9	1,0	-1,6	6,5	13,1	-0,6	0,0	-16,4
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 Mar	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
Jun	5,1	1,8	15,3	4,8	18,1	31,3	-3,0	26,8	16,5	15,1	52,5	50,1	-	21,0
2005 Jul	6,2	15,1	13,2	4,9	13,7	32,1	-8,3	28,6	19,8	19,6	51,8	56,2	-	18,6
Ago	6,3	10,0	9,1	5,1	11,3	32,6	13,8	29,6	23,1	16,7	48,4	55,3	-	25,2
Sep	4,8	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,5	27,4	33,4	49,5	46,3	-	18,9
Oct	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,8	25,2	51,0	45,9	-	14,6
Nov	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,1	33,9	48,0	27,1	-	13,9
Dic <sup>(p)</sup>	4,2	11,4	-1,2	4,2	36,3	3,1	-2,9	26,7	22,1	26,8	46,4	14,5	-	0,4

### C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1)</sup>

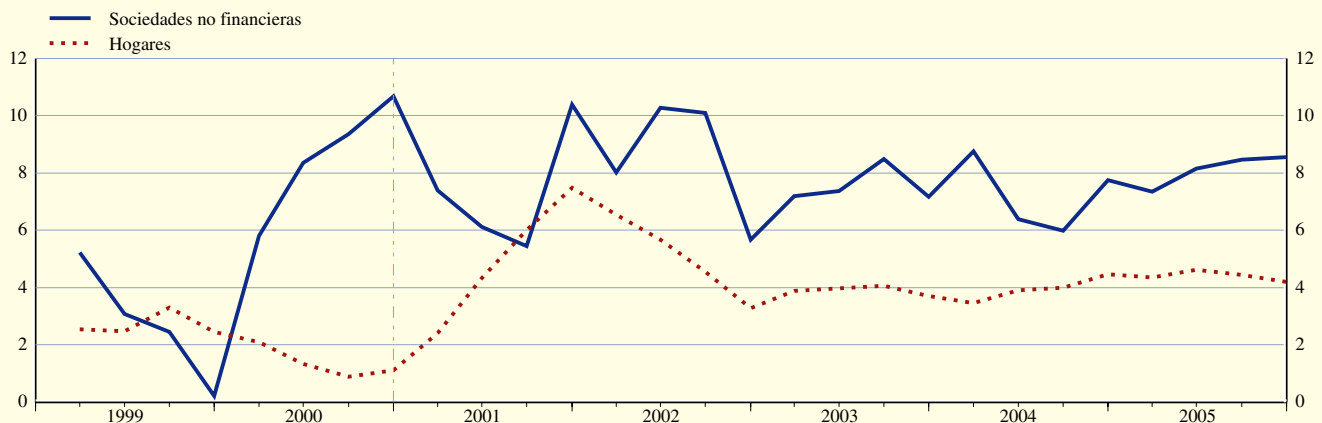
(mm de euro)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos</b>														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 I	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.176,4	1.408,6	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
II	1.133,5	722,2	274,1	71,9	41,6	1,5	22,1	4.246,0	1.629,3	511,2	630,8	1.336,3	87,2	51,2
2005 Jul	1.134,0	719,8	278,9	70,8	42,2	1,4	21,1	4.264,8	1.642,5	512,8	630,0	1.339,5	86,4	53,6
Ago	1.138,6	715,3	287,2	70,7	41,8	1,3	22,3	4.237,8	1.609,8	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
Sep	1.152,6	719,5	296,8	68,8	43,9	1,2	22,4	4.245,6	1.626,2	515,2	626,9	1.341,8	83,9	51,6
Oct	1.169,3	734,4	302,8	65,6	44,5	1,2	20,7	4.246,4	1.629,2	517,5	625,4	1.339,8	83,4	51,2
Nov	1.177,8	742,8	299,1	66,7	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,5	623,3	1.336,8	83,7	52,5
Dic <sup>(p)</sup>	1.210,6	768,1	304,4	67,9	44,5	1,2	24,4	4.340,0	1.685,4	532,6	630,2	1.354,1	84,5	53,2
<b>Operaciones</b>														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005 I	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,2	4,9	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
II	33,3	41,3	-7,7	0,2	1,1	-0,1	-1,5	67,1	63,3	-3,6	-2,3	11,1	-1,4	0,0
2005 Jul	0,9	-2,3	4,9	-1,1	0,6	-0,2	-1,0	19,0	13,2	1,8	-0,8	3,2	-0,8	2,5
Ago	6,1	-3,4	8,7	0,0	-0,4	-0,1	1,3	-26,8	-32,6	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
Sep	13,2	3,9	9,2	-1,9	2,0	0,0	0,1	7,0	16,2	-0,8	-3,5	-0,5	-1,5	-2,9
Oct	20,7	15,0	6,0	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
Nov	7,4	7,9	-4,2	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,7	-2,0	-3,0	0,2	1,3
Dic <sup>(p)</sup>	34,2	25,9	5,9	1,4	-0,3	0,0	1,2	80,8	43,0	12,0	6,9	17,3	0,9	0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Mar	7,4	9,3	3,7	4,3	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
Jun	8,1	10,6	4,4	3,3	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,3	2,9	4,8	1,1	1,5
2005 Jul	8,3	11,7	4,1	1,1	14,9	-17,5	-20,5	4,7	8,2	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
Ago	8,8	11,7	7,0	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,7	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
Sep	8,5	9,0	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
Oct	9,8	12,7	7,1	0,4	18,2	-28,2	-20,0	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
Nov	9,4	11,7	6,8	1,6	16,2	-29,8	-9,0	4,0	7,5	1,6	0,6	3,8	-4,1	-3,5
Dic <sup>(p)</sup>	8,6	12,9	3,6	-1,0	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,4

## C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

### 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM<sup>1)</sup>

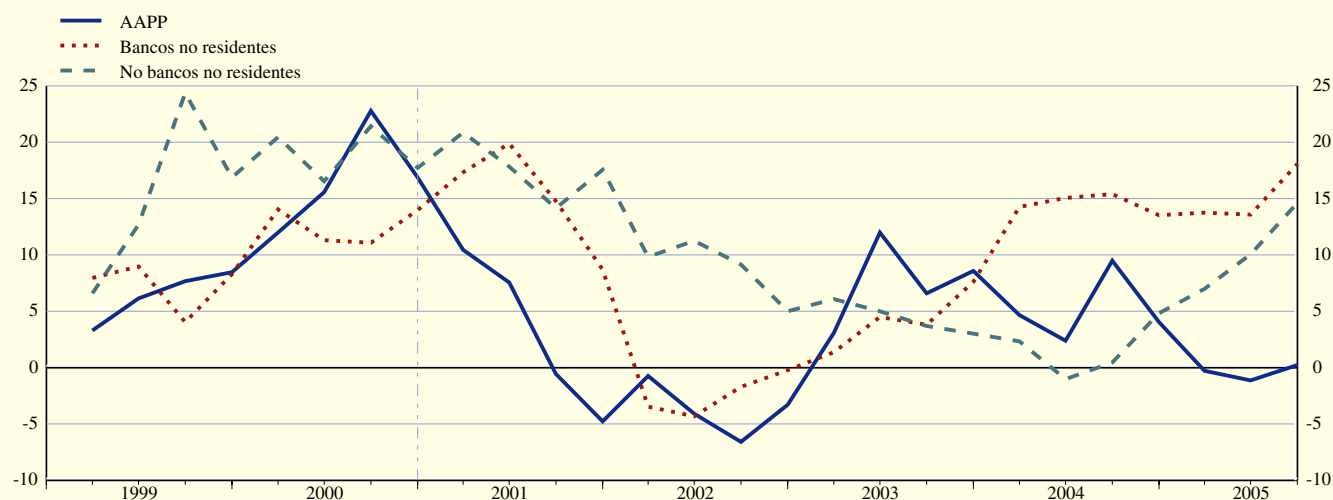
(mm de euro)

### 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 <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,9	2.034,1	750,8	118,6	632,3
III <sup>(p)</sup>	287,5	135,1	35,9	71,4	44,9	2.907,8	2.109,8	795,1	124,3	670,8
<b>Operaciones</b>										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,5	21,1	-1,1	22,3
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 I	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
II	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	42,2	42,7	-0,5	13,2	-13,7
III <sup>(p)</sup>	-0,9	-0,3	0,9	1,8	-3,5	123,1	76,3	44,0	5,7	38,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 Dic	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,2	3,7
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Jun	-1,2	-13,8	19,3	8,3	16,9	12,6	13,5	10,1	15,8	9,0
Sep <sup>(p)</sup>	0,2	-7,9	14,0	8,1	5,2	17,2	18,0	14,6	17,8	14,0

### C10 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

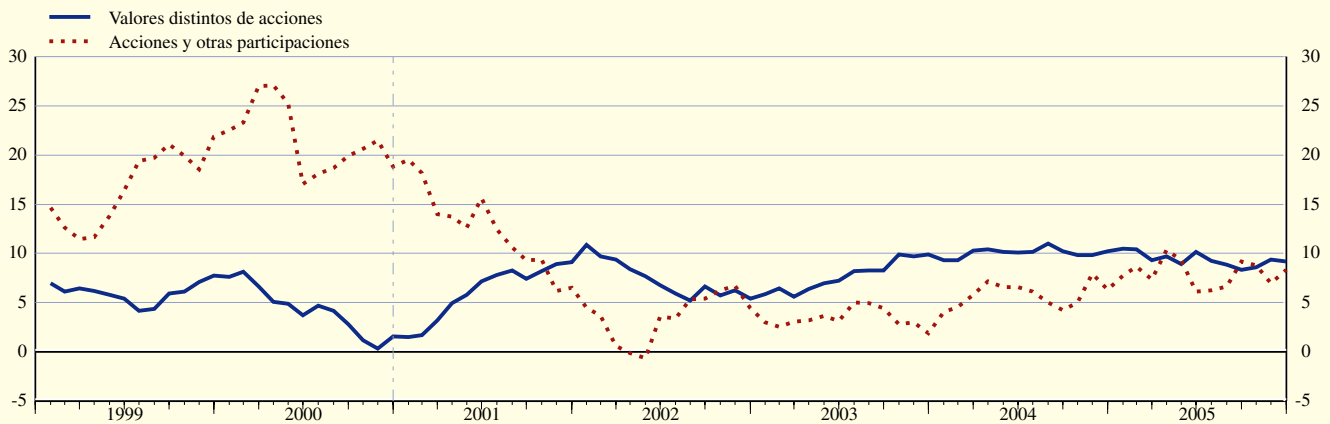
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euro)

	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
<b>Saldos vivos</b>												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,1	286,4	656,4	215,2
2005 I	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,8	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
II	4.269,0	1.435,8	67,7	1.368,1	15,8	488,0	18,9	874,7	1.234,8	295,3	704,1	235,5
2005 Jul	4.272,4	1.444,3	67,2	1.362,8	15,9	486,8	19,7	875,8	1.241,2	299,3	700,6	241,3
Ago	4.281,2	1.443,0	67,3	1.355,0	16,1	484,7	20,4	894,6	1.241,5	297,9	701,6	242,0
Sep	4.269,9	1.439,3	67,9	1.344,0	16,6	486,1	19,7	896,4	1.257,6	297,5	716,2	244,0
Oct	4.345,3	1.442,8	69,7	1.383,1	16,9	499,6	22,4	910,8	1.228,0	297,3	692,7	238,0
Nov	4.470,2	1.452,6	71,3	1.466,5	17,4	519,1	24,5	918,9	1.250,1	311,1	698,3	240,7
Dic <sup>(p)</sup>	4.436,7	1.450,0	64,5	1.422,7	17,0	527,3	23,8	931,4	1.252,7	310,9	697,7	244,1
<b>Operaciones</b>												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 I	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
II	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	14,5	5,0	25,2	-15,7
2005 Jul	9,6	8,3	0,1	-2,3	0,4	-1,6	1,0	3,7	-0,1	3,9	-8,3	4,3
Ago	7,0	-2,1	0,1	-8,7	0,2	-2,5	0,6	19,5	-1,9	-1,8	0,2	-0,3
Sep	-15,4	-4,4	0,0	-9,5	0,4	1,2	-0,7	-2,3	8,7	-1,0	10,8	-1,1
Oct	49,4	4,7	1,7	13,8	0,3	13,1	2,6	13,2	1,9	0,2	7,9	-6,2
Nov	79,0	7,3	1,0	42,9	-0,1	17,1	1,8	9,0	20,0	13,1	1,5	5,3
Dic <sup>(p)</sup>	-32,7	-2,3	-6,8	-42,8	-0,4	8,0	-0,5	12,1	-3,7	-0,7	-3,9	0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
Jun	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,1	1,4	6,5	11,6
2005 Jul	9,2	10,5	9,4	1,5	-6,7	12,2	15,9	19,7	6,2	3,5	6,7	8,6
Ago	8,9	9,9	7,3	0,9	-2,9	11,7	20,9	19,9	6,7	3,2	8,3	6,3
Sep	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,2	4,7	10,2	12,2
Oct	8,6	7,6	8,3	1,5	-19,2	14,9	22,9	19,8	8,8	4,6	10,9	8,1
Nov	9,4	7,4	9,1	4,3	-14,2	17,3	31,4	17,3	6,9	7,1	9,1	0,5
Dic <sup>(p)</sup>	9,2	6,4	-1,0	4,8	-4,4	16,5	33,1	17,9	8,3	9,9	7,5	8,7

## CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

## 2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

### 1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares<sup>2)</sup>

	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
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005 I	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
II	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,8	-0,1	-0,8
2005 Jul	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Ago	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
Oct	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Nov	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
Dic <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5	0,0	-0,5	-2,4	-1,8	0,0	-0,6

### 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
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 I	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
II	-3,8	-1,9	-0,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,3
2005 Jul	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Ago	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Sep	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Oct	-1,4	-1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nov	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dic <sup>(p)</sup>	-5,1	-3,4	-0,2	-1,5	-0,2	-0,1	-0,1

### 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
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	8,1	1,3	3,4	3,5
2005 I	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
II	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,6
2005 Jul	-3,1	-0,1	0,0	-3,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	5,0	1,0	2,4	1,6
Ago	1,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,1	0,1	-0,5	2,3	0,2	1,0	1,0
Sep	-1,0	0,1	0,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	0,3	7,0	0,6	3,7	2,7
Oct	-3,1	-0,6	-0,1	-1,4	0,0	-0,4	0,1	-0,7	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
Nov	4,6	-0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,0	4,0	7,9	1,0	3,5	3,4
Dic <sup>(p)</sup>	-0,1	-0,5	0,2	-1,0	0,0	0,2	-0,2	1,2	6,0	0,6	2,9	2,5

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.  
2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## 2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
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 I	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.832,5	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
II	4.793,3	90,9	9,1	5,5	0,4	1,4	1,1	7.055,6	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
III <sup>(p)</sup>	4.783,7	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.121,8	96,7	3,3	2,0	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2003	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
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 I	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
II	2.034,1	45,8	54,2	36,0	2,4	3,1	9,5	750,8	52,5	47,5	30,6	1,5	2,3	9,9
III <sup>(p)</sup>	2.109,8	46,7	53,3	35,0	2,5	3,0	9,5	795,1	52,3	47,7	30,6	1,8	2,2	10,0

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II	3.942,7	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0
III <sup>(p)</sup>	3.993,9	81,8	18,2	9,2	1,9	1,9	3,1

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi□

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



### 2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

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

#### 3. Préstamos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	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	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I	4.575,4	-	-	-	-	-	8.475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II	4.529,4	-	-	-	-	-	8.726,9	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III <sup>(p)</sup>	4.547,4	-	-	-	-	-	8.884,1	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
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 I	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
II	1.582,4	49,3	50,7	31,0	4,2	2,0	9,0	710,1	41,0	59,0	43,1	1,1	4,4	7,2
III <sup>(p)</sup>	1.638,8	49,3	50,7	30,1	4,3	2,0	9,6	737,0	39,8	60,2	43,0	1,6	3,9	8,3

#### 4. Valores distintos de acciones

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	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	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
II	1.503,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.890,8	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
III <sup>(p)</sup>	1.507,1	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	98,1	1,9	1,0	0,4	0,1	0,4
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
II	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,3	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
III <sup>(p)</sup>	404,8	49,6	50,4	29,1	0,8	0,5	17,1	491,3	40,2	59,8	35,4	7,3	0,8	10,6

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi□

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

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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
2004 II	3.631,6	263,7	1.540,5	75,7	1.464,7	1.206,9	299,8	151,0	169,7
III	3.652,8	265,6	1.585,6	78,5	1.507,1	1.179,2	302,5	155,5	164,3
IV	3.790,0	259,4	1.617,6	78,1	1.539,5	1.250,5	317,3	158,6	186,7
2005 I	4.013,0	286,9	1.687,3	79,2	1.608,1	1.324,7	342,4	163,3	208,5
II	4.263,4	294,9	1.778,7	91,3	1.687,4	1.404,9	379,1	167,7	238,1
III <sup>(p)</sup>	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

### 2. Pasivo

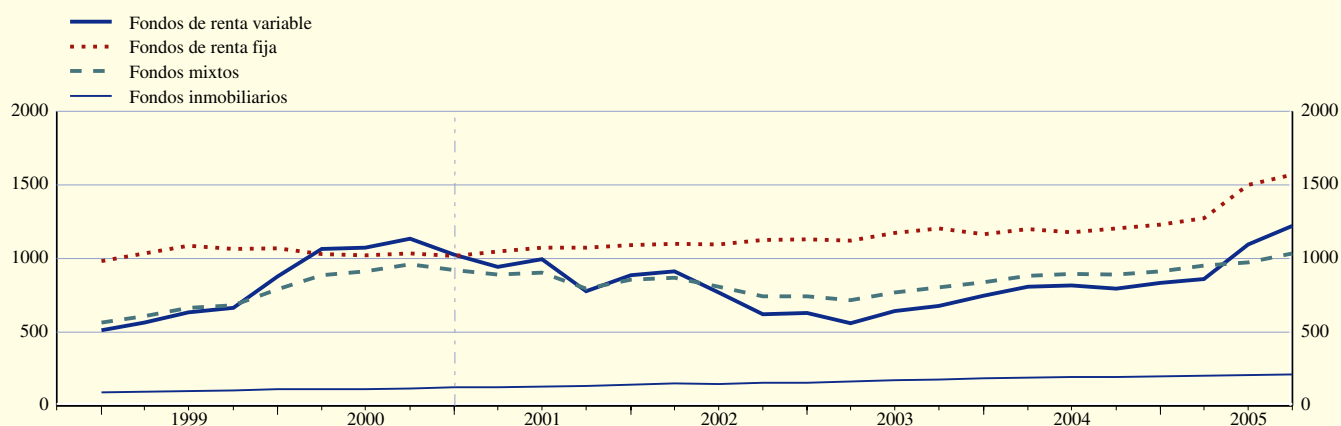
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2004 II	3.631,6	54,2	3.441,1	136,3
III	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
IV	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 I	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
II	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
III <sup>(p)</sup>	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

### 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
2004 II	3.631,6	814,5	1.178,1	893,6	193,5	552,0	2.669,4	962,2
III	3.652,8	796,8	1.204,8	889,1	196,4	565,8	2.686,6	966,2
IV	3.790,0	834,3	1.229,8	912,0	196,9	617,0	2.795,5	994,4
2005 I	4.013,0	861,9	1.274,8	951,7	201,2	723,4	2.981,1	1.032,0
II	4.263,4	1.094,4	1.498,4	974,6	207,2	488,8	3.179,6	1.083,8
III <sup>(p)</sup>	4.572,2	1.221,8	1.568,9	1.032,2	211,8	537,6	3.448,0	1.124,2

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Fondos según su política de inversión**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
2004 II	814,5	33,9	34,0	3,5	30,5	692,1	27,2	-	27,2
III	796,8	33,9	35,5	4,0	31,5	673,3	27,0	-	27,1
IV	834,3	30,8	36,7	4,0	32,6	705,8	30,2	-	30,8
2005 I	861,9	33,7	36,7	4,0	32,7	729,8	31,3	-	30,5
II	1.094,4	44,8	41,2	4,5	36,8	936,6	37,9	-	33,9
III <sup>(p)</sup>	1.221,8	48,0	42,8	4,9	37,9	1.045,1	50,2	-	35,8
<b>Fondos de renta fija</b>									
2004 II	1.178,1	85,2	979,7	39,5	940,2	35,5	23,5	-	54,2
III	1.204,8	87,0	1.003,8	42,1	961,8	34,4	25,2	-	54,4
IV	1.229,8	83,7	1.016,9	43,3	973,6	39,9	25,1	-	64,2
2005 I	1.274,8	97,5	1.042,1	44,7	997,4	39,4	28,1	-	67,7
II	1.498,4	110,2	1.225,8	58,4	1.167,4	38,4	32,6	-	91,3
III <sup>(p)</sup>	1.568,9	110,0	1.285,7	67,0	1.218,7	38,4	35,0	-	99,8
<b>Fondos mixtos</b>									
2004 II	893,6	56,3	366,1	24,0	342,1	300,3	123,7	0,3	46,8
III	889,1	56,3	374,5	23,7	350,8	291,2	124,4	0,3	42,4
IV	912,0	54,5	374,7	21,7	353,0	304,1	131,0	0,3	47,4
2005 I	951,7	60,4	387,6	22,4	365,2	314,1	134,8	0,2	54,7
II	974,6	64,9	417,3	21,2	396,2	276,6	146,5	0,2	69,0
III <sup>(p)</sup>	1.032,2	66,3	425,1	21,6	403,5	300,0	160,2	0,2	80,4
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2004 II	193,5	16,1	9,2	0,7	8,6	0,7	8,3	149,8	9,3
III	196,4	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,1	8,7
IV	196,9	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,4	8,7
2005 I	201,2	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,9	9,0
II	207,2	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,2	9,0
III <sup>(p)</sup>	211,8	15,2	8,7	1,2	7,6	1,3	8,1	169,8	8,7

**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
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2004 II	2.669,4	217,6	1.018,3	958,4	227,2	129,7	118,2
III	2.686,6	221,5	1.049,0	939,5	229,6	133,5	113,6
IV	2.795,5	217,3	1.072,4	1.000,1	239,2	137,6	128,9
2005 I	2.981,1	241,3	1.129,5	1.058,7	259,5	141,2	150,7
II	3.179,6	247,2	1.202,2	1.124,9	284,0	144,9	176,3
III <sup>(p)</sup>	3.448,0	250,8	1.256,1	1.257,8	320,9	145,2	217,3
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2004 II	962,2	46,1	522,2	248,5	72,6	21,3	51,5
III	966,2	44,1	536,6	239,7	72,9	22,0	50,8
IV	994,4	42,0	545,2	250,3	78,1	21,0	57,8
2005 I	1.032,0	45,5	557,7	266,0	82,9	22,0	57,8
II	1.083,8	47,6	576,5	280,0	95,1	22,8	61,8
III <sup>(p)</sup>	1.124,2	50,6	599,9	298,9	96,2	25,2	53,4

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

### 3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro	
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	10		
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso					Cesiones temporales
												11
Saldos vivos												
2004 I	15.701,6	5.920,1	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	204,8	396,9	
II	15.963,4	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	397,2	
III	16.026,9	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	394,9	
IV	16.362,0	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,7	385,4	
2005 I	16.669,9	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	429,8	
II	17.135,4	6.423,7	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,3	446,0	
Operaciones												
2004 I	146,6	27,8	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,3	44,4	
II	295,2	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-0,2	
III	118,6	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	1,7	
IV	152,1	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,7	2,0	
2005 I	153,6	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	37,7	
II	297,9	160,2	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,8	5,5	
Tasas de crecimiento												
2004 I	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	8,0	26,2	
II	4,7	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	21,9	
III	4,6	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5	
IV	4,6	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	13,8	
2005 I	4,6	5,9	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	10,4	
II	4,5	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	11,8	
Valores distintos de acciones												
				Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro				
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
Saldos vivos												
2004 I	1.894,8	157,0	1.737,8	3.917,4	1.957,7	1.959,7	419,6	3.969,4	3.595,4	373,9		
II	1.918,4	174,2	1.744,2	3.967,6	2.014,3	1.953,3	423,1	4.020,5	3.642,1	378,4		
III	1.931,5	172,8	1.758,7	3.926,8	1.977,7	1.949,2	423,7	4.086,7	3.704,5	382,2		
IV	1.904,7	160,5	1.744,2	4.056,2	2.094,3	1.961,9	406,6	4.159,4	3.774,9	384,6		
2005 I	1.938,4	161,6	1.776,8	4.204,1	2.191,6	2.012,5	414,9	4.270,3	3.876,8	393,5		
II	2.016,1	167,9	1.848,2	4.321,9	2.250,2	2.071,7	416,2	4.373,7	3.976,7	397,0		
Operaciones												
2004 I	13,1	8,5	4,6	37,4	6,7	30,8	15,1	68,3	58,7	9,6		
II	40,2	17,5	22,6	58,2	56,5	1,7	-0,4	57,6	53,2	4,4		
III	16,1	0,1	16,0	10,9	7,1	3,8	-2,0	62,2	58,4	3,8		
IV	-21,2	-16,1	-5,2	-56,2	-45,1	-11,0	-15,5	60,9	58,5	2,5		
2005 I	33,9	-0,2	34,1	31,1	-0,3	31,4	8,8	73,7	64,8	8,9		
II	50,6	5,3	45,3	25,8	2,5	23,2	5,2	61,4	57,6	3,8		
Tasas de crecimiento												
2004 I	-1,2	-1,9	-1,1	3,6	1,8	5,1	3,0	6,6	6,7	5,3		
II	2,5	15,9	1,3	3,3	3,6	3,0	1,8	6,3	6,4	5,1		
III	2,6	10,2	1,9	2,4	2,8	2,0	0,7	6,2	6,4	5,0		
IV	2,6	6,9	2,2	1,3	1,3	1,3	-0,7	6,4	6,5	5,6		
2005 I	3,6	0,8	3,9	1,1	0,9	1,3	-2,2	6,4	6,5	5,2		
II	4,1	-6,3	5,2	0,3	-1,8	2,4	-0,8	6,4	6,6	5,0		

Fuente: BCE.

- 1) Incluye los depósitos en las Administraciones Centrales de la zona del euro (S.1311 del SEC 95), otros intermediarios financieros (S.123 del SEC 95) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125 del SEC 95).
- 2) Excluidas las acciones no cotizadas.

### 3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a												Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>					
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2004 I	17.078,1	8.570,8	7.463,0	938,9	86,1	852,8	3.693,0	1.178,2	2.514,8	3.938,9	280,1	3.658,8	338,5
II	17.275,4	8.714,2	7.593,6	932,8	91,5	841,3	3.736,5	1.187,8	2.548,7	4.044,9	291,9	3.753,0	289,3
III	17.388,4	8.795,1	7.671,3	928,5	90,1	838,4	3.740,4	1.171,5	2.568,9	4.126,1	289,5	3.836,6	284,2
IV	17.755,2	8.919,0	7.794,7	927,9	80,9	847,0	3.781,8	1.193,6	2.588,2	4.209,4	294,6	3.914,8	290,6
2005 I	18.121,4	9.009,3	7.879,0	924,3	77,5	846,8	3.812,9	1.192,7	2.620,2	4.272,1	294,6	3.977,5	332,8
II	18.636,4	9.214,9	8.103,8	923,8	82,4	841,5	3.905,7	1.240,6	2.665,1	4.385,3	305,1	4.080,3	359,8
<b>Operaciones</b>													
2004 I	205,5	51,5	74,3	3,9	3,9	0,0	-8,8	-3,7	-5,1	56,4	-4,3	60,7	66,7
II	266,1	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,6	69,8	16,7	53,0	89,6	8,6	81,1	-2,9
III	153,9	78,5	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,0	-16,8	16,8	83,8	-1,9	85,7	-1,9
IV	114,7	141,7	139,6	1,8	-9,2	11,0	56,0	24,8	31,2	83,9	6,3	77,6	15,8
2005 I	233,1	90,0	88,3	-4,3	-3,4	-0,9	29,3	5,4	23,9	65,1	1,0	64,1	35,2
II	315,3	195,0	185,8	-1,1	4,9	-5,9	86,3	38,9	47,4	109,9	10,4	99,4	18,3
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2004 I	4,4	4,5	4,7	1,7	25,6	-0,4	2,0	-1,6	3,8	7,6	-0,8	8,3	35,4
II	4,4	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,7	2,4	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,7	33,6
III	4,5	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	3,9	8,3	1,9	8,8	22,0
IV	4,4	4,9	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,0	8,5	29,2
2005 I	4,5	5,4	6,0	-1,8	-10,0	-1,0	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	13,7
II	4,7	5,8	6,6	-0,9	-10,0	0,0	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,7	23,3
<b>Valores distintos de acciones emitidos por</b>													
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras			
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2004 I	5.193,5	4.566,5	594,7	3.971,9	627,0	214,3	412,7	2.834,5	189,0	290,3			
II	5.242,9	4.599,4	618,5	3.980,9	643,5	228,3	415,2	2.843,1	181,9	293,4			
III	5.338,8	4.688,3	620,1	4.068,2	650,4	224,7	425,8	2.763,8	194,0	296,6			
IV	5.342,4	4.698,1	587,6	4.110,5	644,3	216,4	427,9	2.980,4	213,5	299,9			
2005 I	5.459,1	4.802,6	597,0	4.205,6	656,5	231,7	424,8	3.138,4	212,0	302,7			
II	5.660,3	4.992,6	618,0	4.374,6	667,7	237,0	430,7	3.240,5	214,7	306,0			
<b>Operaciones</b>													
2004 I	140,6	145,3	40,1	105,2	-4,7	14,0	-18,7	3,0	7,3	3,0			
II	118,1	98,4	23,3	75,1	19,7	14,1	5,6	1,8	-7,1	3,1			
III	53,2	45,0	3,4	41,6	8,1	-2,6	10,8	6,8	12,1	3,2			
IV	-52,7	-44,2	-32,7	-11,6	-8,5	-7,5	-1,0	2,3	19,4	4,0			
2005 I	135,8	119,8	7,9	111,9	16,0	16,7	-0,8	4,7	-0,2	2,8			
II	115,6	110,6	22,2	88,4	5,0	4,8	0,2	-1,4	2,6	3,4			
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2004 I	5,5	5,6	10,4	4,9	4,8	13,8	0,8	1,0	7,5	4,9			
II	5,4	5,7	7,2	5,5	3,5	15,9	-2,1	0,4	4,8	4,8			
III	5,7	5,8	9,0	5,3	5,2	12,9	1,5	0,5	11,3	4,8			
IV	5,2	5,6	6,2	5,5	2,3	9,1	-0,8	0,5	17,5	4,7			
2005 I	4,9	4,8	0,3	5,5	5,6	9,7	3,5	0,6	12,8	4,5			
II	4,8	5,0	0,1	5,8	3,2	5,0	2,2	0,4	18,7	4,6			

Fuente: BCE.

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

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

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2004 I	4.017,2	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	354,2	63,5	290,7	1.607,6	64,7	1.543,0
II	4.038,2	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	347,6	61,8	285,8	1.612,8	65,7	1.547,1
III	4.100,9	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	353,2	64,6	288,6	1.656,5	65,3	1.591,1
IV	4.195,6	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	332,7	57,4	275,3	1.715,4	66,0	1.649,4
2005 I	4.329,2	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	335,1	59,3	275,9	1.765,7	66,2	1.699,5
II	4.454,6	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	324,5	57,6	266,9	1.832,2	67,2	1.765,0
	Operaciones											
2004 I	80,2	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	1,2	1,9	-0,8	47,2	1,0	46,2
II	30,4	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,6	-1,7	-4,9	26,2	1,0	25,3
III	54,8	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,8	2,7	28,3	-0,5	28,8
IV	51,6	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-20,6	-7,3	-13,3	50,3	0,5	49,8
2005 I	94,9	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	0,2	1,9	-1,7	52,2	-0,1	52,2
II	50,1	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-10,8	-1,7	-9,2	39,0	0,1	38,9
	Tasas de crecimiento											
2004 I	7,1	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	3,3	6,8	2,5	10,5	8,2	10,6
II	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,6	0,3	0,6	10,4	4,4	10,6
III	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	2,1	7,4	1,0	10,2	1,6	10,5
IV	5,6	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-6,9	-5,6	9,8	3,2	10,1
2005 I	5,8	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-6,0	-6,8	-5,9	9,8	1,4	10,1
II	6,2	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-7,4	-6,9	-7,5	10,5	0,0	11,0

	Principales activos financieros						Principales pasivos						
	Acciones <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro		
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
					13	14			15	16			17
	Saldos vivos												
2004 I	1.363,7	657,2	706,5	66,0	134,4	4.176,3	84,5	46,3	23,8	191,5	3.876,5	3.292,5	584,0
II	1.376,7	661,9	714,8	65,8	135,6	4.232,5	89,0	53,7	24,4	193,9	3.925,1	3.335,8	589,3
III	1.380,0	656,6	723,5	65,1	137,7	4.292,2	90,7	52,5	23,1	186,4	3.992,0	3.396,3	595,7
IV	1.425,5	687,6	737,8	70,3	138,8	4.370,9	79,5	48,6	23,8	207,9	4.059,8	3.461,9	597,9
2005 I	1.488,9	715,0	773,9	70,3	142,4	4.512,3	90,0	58,2	23,7	220,3	4.178,3	3.564,1	614,2
II	1.557,6	745,6	812,0	90,4	144,6	4.626,7	92,7	63,8	23,9	223,7	4.286,4	3.674,2	612,2
	Operaciones												
2004 I	13,5	-3,8	17,3	-0,9	3,7	79,1	9,2	10,8	0,6	0,8	68,5	55,2	13,3
II	2,4	-3,2	5,6	-0,5	1,2	60,1	4,2	7,0	0,6	0,1	55,3	50,0	5,2
III	10,5	5,2	5,4	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,2	5,5
IV	10,7	3,4	7,3	5,3	1,2	43,4	-10,9	-3,6	0,5	0,1	53,7	50,3	3,3
2005 I	26,5	6,4	20,1	0,1	3,5	84,0	9,6	8,6	0,4	0,0	74,0	61,2	12,8
II	21,3	1,9	19,3	6,8	2,8	63,7	2,7	5,5	0,1	0,5	60,3	56,0	4,3
	Tasas de crecimiento												
2004 I	6,0	3,3	8,4	6,7	0,1	6,7	8,5	8,5	27,1	8,3	6,5	6,8	4,9
II	3,8	1,0	6,5	-2,0	-0,5	6,1	3,3	18,8	25,7	3,5	6,2	6,5	4,5
III	3,9	1,1	6,6	3,7	-0,1	6,1	6,1	17,5	12,4	4,7	6,2	6,5	4,4
IV	2,8	0,3	5,3	5,0	6,3	6,1	5,6	36,9	2,3	1,6	6,3	6,6	4,8
2005 I	3,7	1,8	5,4	6,5	6,0	6,0	5,4	23,7	1,3	1,2	6,3	6,6	4,6
II	5,0	2,6	7,3	17,6	7,1	6,0	3,5	17,6	-0,8	1,4	6,3	6,7	4,4

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

### 3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

#### 1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	403,1	1.203,4	-823,6	23,2	0,3	2.812,4	10,5	479,9	487,6	516,4	1.050,4	219,6	48,0
1999	444,7	1.293,4	-863,7	14,8	0,2	3.360,5	-0,1	564,8	550,4	797,6	1.155,7	264,3	27,8
2000	492,4	1.396,5	-913,1	17,3	-8,2	3.341,8	-2,2	361,6	343,3	780,7	1.549,6	252,7	56,0
2001	461,8	1.452,1	-973,6	-18,8	2,1	2.893,7	1,7	588,0	574,1	694,5	809,5	257,0	-31,0
2002	407,2	1.442,1	-1.004,8	-31,3	1,1	2.591,5	-0,1	801,9	384,6	521,9	615,5	228,5	39,3
2003	431,5	1.471,3	-1.033,2	-7,1	0,5	2.835,6	-1,5	729,1	584,7	634,5	628,6	241,8	18,3
2004	492,0	1.538,9	-1.069,5	23,0	-0,5	3.087,4	-2,1	962,5	609,2	697,8	543,5	260,3	16,3

	Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos						
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1998	497,3	1.299,1	-823,6	21,9	2.718,6	670,8	376,3	514,6	933,3	224,6	
1999	509,8	1.352,0	-863,7	21,5	3.295,9	836,9	557,3	760,8	874,1	267,6	
2000	527,7	1.419,4	-913,1	21,4	3.307,1	502,7	466,3	874,1	1.205,8	257,9	
2001	496,4	1.449,4	-973,6	20,6	2.859,7	616,4	493,8	651,1	822,0	263,2	
2002	496,2	1.480,9	-1.004,8	20,1	2.502,8	634,5	450,5	541,0	638,7	232,1	
2003	483,9	1.486,1	-1.033,2	31,1	2.783,4	676,7	574,0	590,9	690,2	251,4	
2004	550,0	1.592,2	-1.069,5	27,2	3.029,9	1.045,9	638,0	525,7	562,0	262,2	

#### 2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	184,5	632,5	-468,3	464,7	45,6	16,2	119,3	231,6	145,0	563,1	504,2	13,1	274,5	206,0
1999	207,6	684,0	-489,4	670,8	23,6	80,3	186,3	348,0	108,4	546,5	770,0	46,8	429,1	282,9
2000	310,7	756,1	-522,1	971,7	73,7	68,7	245,2	546,1	83,3	556,7	1.199,1	66,9	615,5	505,0
2001	214,8	784,8	-558,4	671,9	108,4	45,2	185,3	241,1	87,1	585,7	799,5	101,5	382,4	304,1
2002	151,7	765,0	-581,5	443,3	25,1	-15,7	66,5	253,8	90,1	614,6	504,9	18,3	260,2	213,9
2003	150,9	760,0	-598,4	449,5	89,7	-26,3	148,9	206,5	74,6	626,2	525,8	77,9	209,5	224,6
2004	180,9	771,5	-610,1	323,8	85,8	-32,7	88,4	167,1	134,5	702,9	370,2	21,9	157,9	181,5

#### 3. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	178,8	392,2	-217,2	462,7	93,4	-130,2	277,4	211,9	428,2	604,9	213,7	212,3	3.971,6	15,2
1999	190,3	419,8	-231,3	489,8	122,5	-30,1	201,2	249,7	412,3	587,6	268,2	266,5	4.116,9	14,3
2000	200,4	439,3	-240,3	441,0	67,0	45,3	124,7	246,9	418,9	608,4	223,1	221,1	4.337,4	14,0
2001	187,9	449,7	-257,8	431,1	178,7	92,4	48,8	236,7	440,8	652,6	178,9	177,2	4.630,2	14,1
2002	201,1	461,1	-260,7	483,5	223,0	71,5	5,8	218,5	472,2	695,0	212,8	210,6	4.789,7	14,5
2003	217,8	483,6	-268,2	537,1	207,8	13,4	90,7	240,8	507,0	737,2	248,1	245,9	4.953,9	14,9
2004	245,7	530,5	-287,1	564,3	227,8	76,3	19,3	248,7	522,0	751,8	288,2	285,8	5.112,5	14,7

Fuente: BCE.

- Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.
- Excluidos los derivados financieros.
- Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.
- Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

# 4

## MERCADOS FINANCIEROS

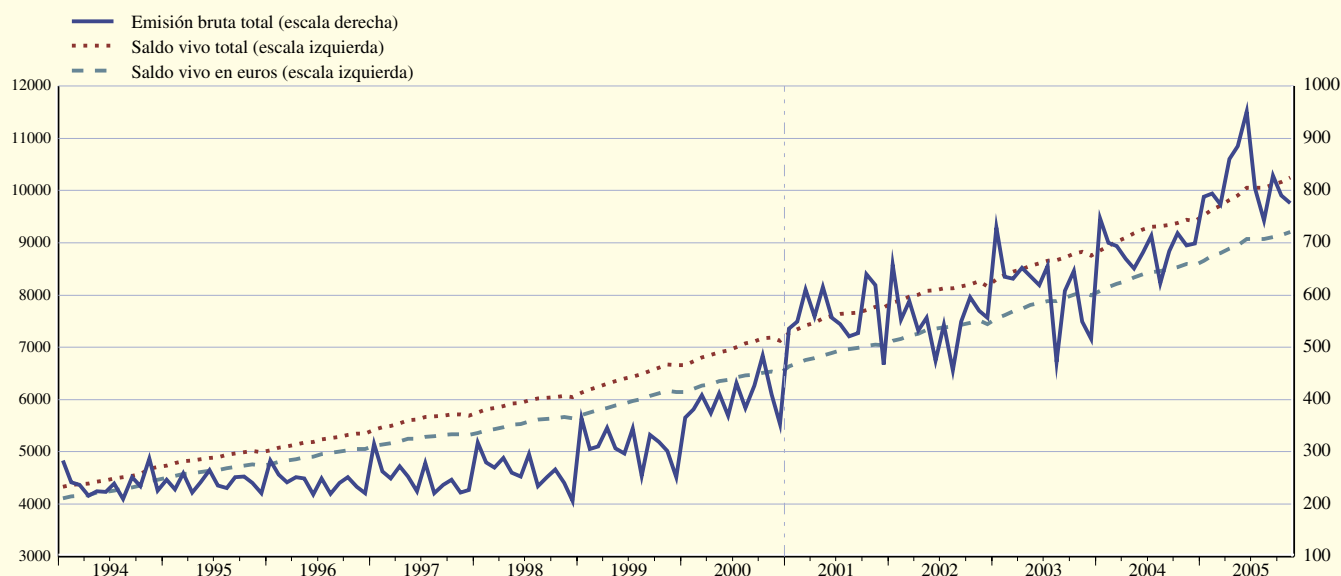
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros y tasas de crecimiento)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
<b>Total</b>												
2004 Nov	10.028,3	724,7	85,8	8.597,6	656,8	56,6	9.441,8	695,0	59,5	7,1	62,8	6,9
2004 Dic	10.032,1	725,0	3,8	8.575,5	666,5	-22,3	9.414,3	698,8	-23,6	7,6	76,2	6,9
2005 Ene	10.097,5	791,4	61,9	8.653,2	740,6	74,2	9.526,8	787,7	90,4	7,5	52,4	7,2
2005 Feb	10.217,5	818,1	119,2	8.760,7	752,0	106,8	9.640,4	794,6	116,9	7,8	81,6	7,9
2005 Mar	10.326,0	822,2	107,4	8.806,3	728,0	44,4	9.709,1	774,0	54,7	7,4	36,1	7,6
2005 Abr	10.383,9	861,6	58,0	8.892,9	814,5	86,6	9.820,1	861,0	102,8	7,8	87,7	8,6
2005 May	10.449,0	899,6	66,3	8.953,4	844,7	61,5	9.910,5	884,4	66,1	7,5	36,4	8,0
2005 Jun	10.640,3	1.024,6	191,5	9.076,5	900,9	123,6	10.049,2	950,6	133,2	8,1	136,4	9,2
2005 Jul	10.612,5	813,4	-28,0	9.079,3	762,7	2,8	10.055,5	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
2005 Ago	10.619,2	756,7	3,0	9.071,2	704,0	-11,9	10.056,5	743,2	-3,6	7,4	34,3	7,0
2005 Sep	10.720,3	895,4	102,5	9.108,0	787,0	38,0	10.111,4	828,2	46,8	7,4	46,1	7,2
2005 Oct	.	.	.	9.144,8	744,4	37,1	10.165,9	790,9	53,8	7,5	52,4	6,4
2005 Nov	.	.	.	9.203,8	731,0	60,6	10.253,7	776,1	75,3	7,6	76,1	7,2
<b>Largo plazo</b>												
2004 Nov	9.087,0	171,3	71,9	7.749,8	140,8	51,9	8.494,8	157,7	61,3	7,6	65,4	7,3
2004 Dic	9.111,8	149,5	24,5	7.766,3	125,6	15,9	8.502,2	137,0	15,8	7,8	62,1	7,3
2005 Ene	9.181,5	205,4	65,7	7.827,5	181,7	57,1	8.589,6	201,9	67,7	8,0	68,3	8,0
2005 Feb	9.297,2	224,1	115,4	7.924,6	183,8	96,9	8.692,5	203,0	105,6	8,2	75,8	8,8
2005 Mar	9.372,2	204,9	74,9	7.975,1	165,3	50,2	8.759,9	185,7	58,1	8,2	48,0	8,7
2005 Abr	9.426,8	185,9	54,9	8.035,7	166,8	60,6	8.839,5	184,7	72,0	8,4	67,8	9,4
2005 May	9.497,1	183,4	70,8	8.096,9	153,9	61,5	8.927,8	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
2005 Jun	9.678,8	304,1	181,7	8.241,7	236,9	145,2	9.092,3	259,5	155,3	8,9	142,9	10,6
2005 Jul	9.673,4	155,2	-5,7	8.235,0	131,5	-6,9	9.088,8	146,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8
2005 Ago	9.671,3	85,9	-5,6	8.221,0	62,7	-17,6	9.085,4	76,2	-10,1	8,1	21,1	7,4
2005 Sep	9.741,4	190,4	70,9	8.264,6	144,0	44,2	9.146,1	163,4	55,6	8,0	48,5	7,4
2005 Oct	.	.	.	8.282,9	137,9	19,2	9.181,3	159,8	32,4	8,0	42,6	6,7
2005 Nov	.	.	.	8.346,9	130,2	64,8	9.270,1	151,0	79,8	8,2	82,5	7,7

### C13 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) Emi □

2) V □





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

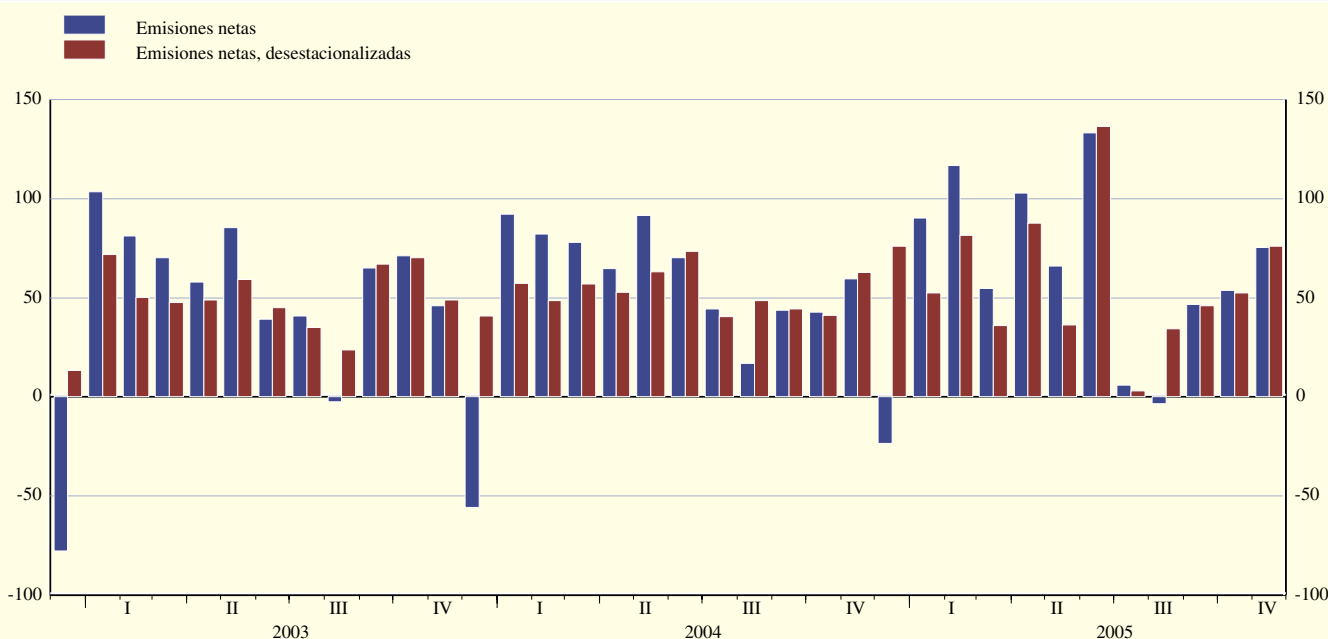
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003	602,0	213,5	118,1	53,7	176,7	39,9	607,9	214,9	115,6	53,8	183,4	40,2
2004	662,5	350,8	74,3	8,3	197,6	31,5	666,5	353,6	72,4	8,0	200,8	31,7
2004 IV	78,7	72,3	50,5	-4,8	-47,6	8,4	180,2	100,6	36,5	0,6	34,6	7,9
2005 I	261,9	114,8	13,2	13,7	111,3	9,0	170,1	72,3	29,3	10,2	50,0	8,3
II	302,1	118,1	71,2	8,8	98,1	6,0	260,5	122,5	64,1	4,9	63,5	5,5
III	49,0	36,8	13,4	-0,8	-4,8	4,5	83,4	48,3	19,5	1,0	8,3	6,3
2005 Ago	-3,6	10,4	-3,2	0,8	-11,1	-0,5	34,3	28,4	7,1	2,8	-4,9	0,8
Sep	46,8	6,6	16,6	-1,4	22,6	2,3	46,1	9,5	19,4	3,0	12,1	2,2
Oct	53,8	42,0	15,1	9,6	-15,4	2,6	52,4	32,3	18,1	7,5	-6,6	1,1
Nov	75,3	21,4	19,8	-3,1	30,9	6,3	76,1	22,7	15,9	-3,0	34,8	5,7
Largo plazo												
2003	546,3	202,4	118,8	51,3	133,3	40,5	547,4	203,1	116,4	51,2	135,9	40,8
2004	615,1	298,2	72,9	11,9	202,4	29,7	618,3	299,2	71,1	11,8	206,2	30,0
2004 IV	105,4	47,6	49,2	4,9	-5,4	9,1	164,1	74,4	35,3	3,7	41,8	8,9
2005 I	231,4	111,8	12,8	-1,2	99,3	8,7	192,1	85,5	29,1	3,1	66,8	7,5
II	295,1	112,9	71,5	8,7	96,0	6,1	251,6	111,0	64,1	3,5	67,3	5,8
III	43,2	26,7	13,7	5,9	-7,6	4,5	67,0	27,7	19,8	7,8	5,5	6,2
2005 Ago	-10,1	2,0	-2,6	1,6	-10,7	-0,5	21,1	13,0	7,9	4,1	-4,4	0,5
Sep	55,6	15,7	16,3	2,3	19,0	2,3	48,5	12,9	18,6	4,6	10,5	2,0
Oct	32,4	24,2	15,6	6,2	-16,3	2,7	42,6	24,1	18,6	5,5	-6,7	1,2
Nov	79,8	19,5	19,8	0,2	33,7	6,5	82,5	26,9	16,1	-0,8	34,4	6,0

### C14 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

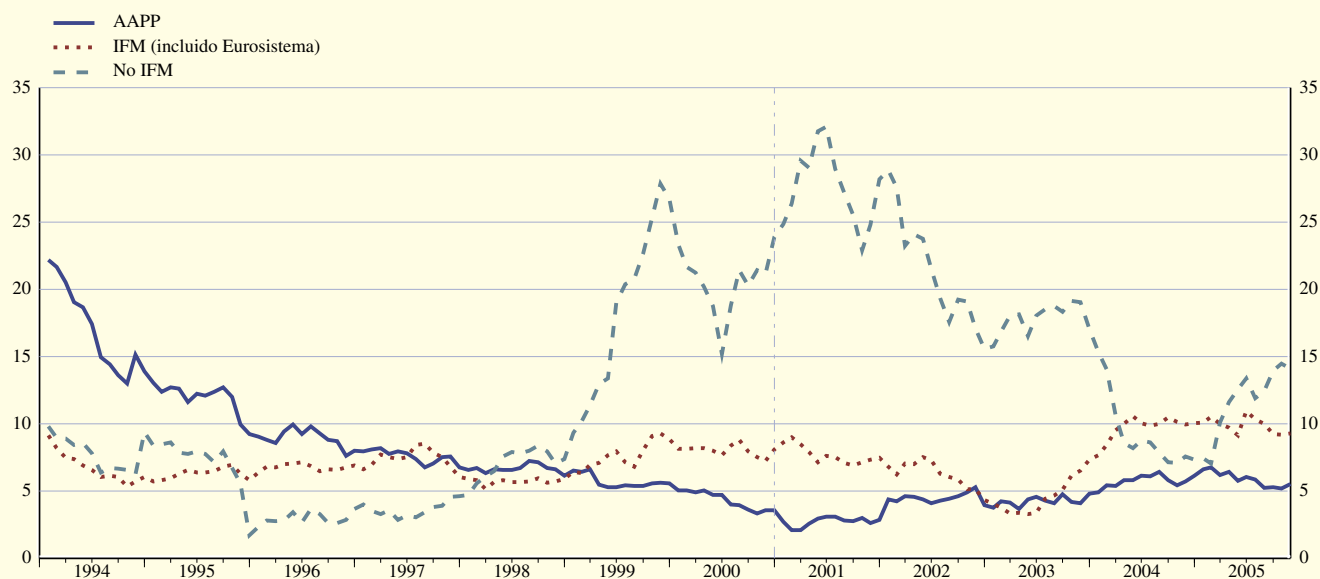


Fuente: BCE.

**4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>**  
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Total</b>												
2004 Nov	7,1	9,6	10,3	3,3	4,7	14,5	6,9	8,8	17,0	4,1	3,8	13,0
2004 Dic	7,6	10,4	11,2	1,4	5,0	14,4	6,9	10,4	13,4	0,9	3,6	10,7
2005 Ene	7,5	9,8	11,0	2,6	5,1	15,1	7,2	9,4	15,2	0,4	4,4	16,1
2005 Feb	7,8	10,5	11,2	2,9	5,3	13,0	7,9	10,2	15,9	2,6	4,9	15,6
2005 Mar	7,4	9,7	14,4	4,3	4,6	11,9	7,6	9,7	19,9	3,6	4,1	13,7
2005 Abr	7,8	9,9	15,9	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,6	6,0	5,3	15,6
2005 May	7,5	9,3	18,4	4,7	4,2	11,7	8,0	9,8	19,8	5,3	4,6	10,4
2005 Jun	8,1	10,5	20,1	3,0	4,6	11,1	9,2	10,6	27,2	5,1	5,5	11,3
2005 Jul	7,6	10,0	18,8	1,5	4,3	12,7	8,1	10,7	22,6	2,5	4,1	9,4
2005 Ago	7,4	10,0	18,9	2,2	3,7	11,8	7,0	9,8	22,3	1,8	2,7	8,3
2005 Sep	7,4	9,3	21,5	2,8	3,8	11,5	7,2	9,1	23,2	2,0	3,4	9,3
2005 Oct	7,5	9,4	21,8	4,0	3,6	11,8	6,4	8,4	24,2	2,0	2,0	8,2
2005 Nov	7,6	9,4	21,4	2,9	4,0	11,7	7,2	8,8	22,9	0,7	3,5	13,1
<b>A largo plazo</b>												
2004 Nov	7,6	9,9	10,4	3,9	5,2	13,5	7,3	8,5	16,9	7,9	4,2	12,1
2004 Dic	7,8	10,0	11,1	2,4	5,7	13,8	7,3	9,7	12,8	5,9	4,2	10,9
2005 Ene	8,0	10,1	10,9	2,8	6,1	14,8	8,0	9,8	14,7	2,6	5,5	16,0
2005 Feb	8,2	10,5	10,9	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,5	2,6	6,3	15,6
2005 Mar	8,2	10,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,7	10,2	19,7	2,7	5,9	14,3
2005 Abr	8,4	9,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,4	10,0	19,2	3,0	7,5	16,2
2005 May	8,0	9,1	18,3	4,9	5,4	11,7	8,7	9,8	19,6	1,8	6,6	11,3
2005 Jun	8,9	11,0	19,9	4,3	5,7	11,1	10,6	12,2	27,4	2,7	7,2	11,1
2005 Jul	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,0	8,8	10,8	22,8	2,7	5,2	10,0
2005 Ago	8,1	10,0	19,0	3,5	4,8	12,1	7,4	9,2	22,8	4,4	3,4	8,8
2005 Sep	8,0	9,2	21,5	3,6	4,8	12,0	7,4	8,3	23,5	4,5	3,8	9,7
2005 Oct	8,0	9,2	21,9	4,2	4,7	12,2	6,7	8,3	24,8	5,4	2,0	8,4
2005 Nov	8,2	9,3	21,5	3,6	5,1	12,4	7,7	8,8	23,4	5,4	3,6	13,5

**C15 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.

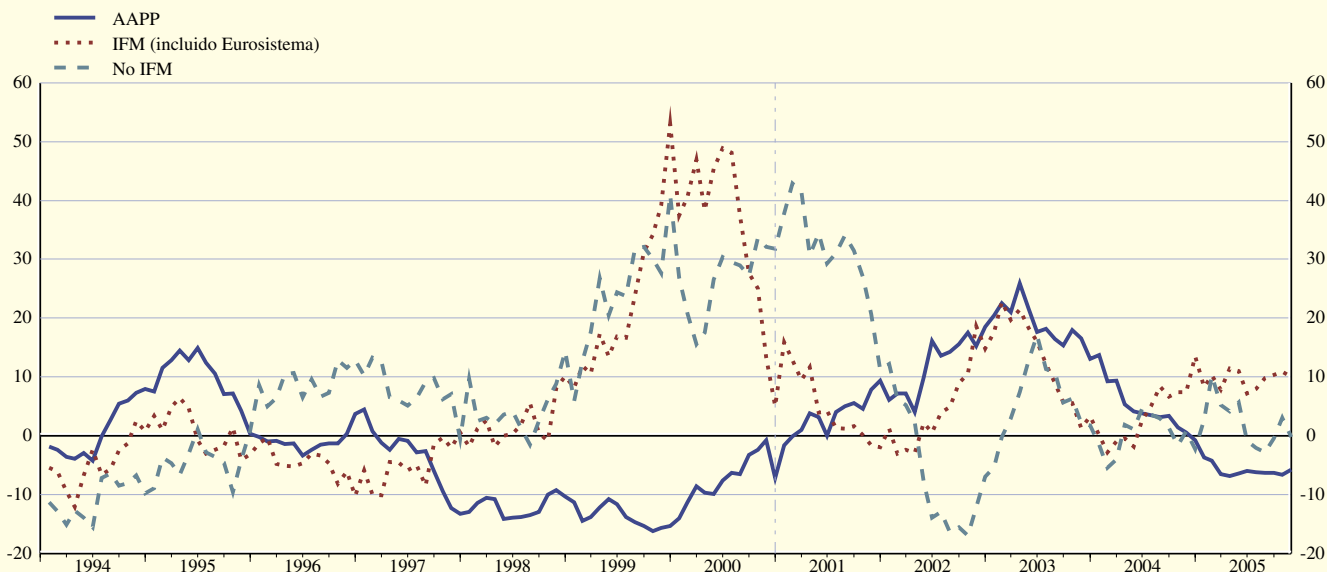
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,2	15,3	12,2	4,4	22,6	8,4	8,3	51,4	-13,4	-9,6	43,1
2004	5,1	3,1	6,4	3,3	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,6	0,6	26,4
2004 IV	4,3	2,4	2,6	0,7	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,8	2,3	18,7
2005 I	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,8	7,7	12,3
II	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,7	19,4	19,0	34,9	26,6	8,5	3,1
III	4,5	3,0	6,6	0,6	5,0	15,6	20,6	19,6	38,8	17,7	11,3	1,6
2005 Jun	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,6	22,0	21,5	39,1	26,3	10,8	0,2
Jul	4,6	3,0	6,3	0,3	5,2	16,4	20,6	20,4	37,2	15,2	10,1	2,0
Ago	4,5	3,1	6,4	0,9	5,0	15,7	19,9	19,1	38,0	16,0	10,2	0,8
Sep	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,8	17,3	43,5	18,4	16,2	3,5
Oct	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,3	18,7	15,1	43,6	17,9	11,3	2,3
Nov	4,9	4,3	5,2	0,0	5,2	16,1	18,5	14,6	44,8	19,4	10,2	0,9
En euros												
2003	4,6	0,1	20,5	12,5	4,2	21,3	8,5	7,6	51,4	-8,9	-9,6	43,6
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,9	0,5	25,3
2004 IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,8	27,4	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,8	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	24,1	26,8	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	24,7	8,9	3,7
III	4,2	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	38,4	18,5	11,8	2,5
2005 Jun	4,5	0,9	11,6	0,5	5,4	15,1	21,9	21,2	38,9	24,2	11,4	1,3
Jul	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,0	20,5	19,8	37,0	16,3	10,6	3,0
Ago	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,2	19,7	18,3	37,8	17,3	10,6	1,7
Sep	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,2	15,9	41,7	19,8	16,9	4,3
Oct	4,3	2,2	9,7	1,4	4,6	15,6	18,0	13,9	41,1	19,3	11,8	2,5
Nov	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,5	17,7	13,0	42,4	21,0	10,7	1,0

#### C16 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 euro<sup>1)</sup>

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

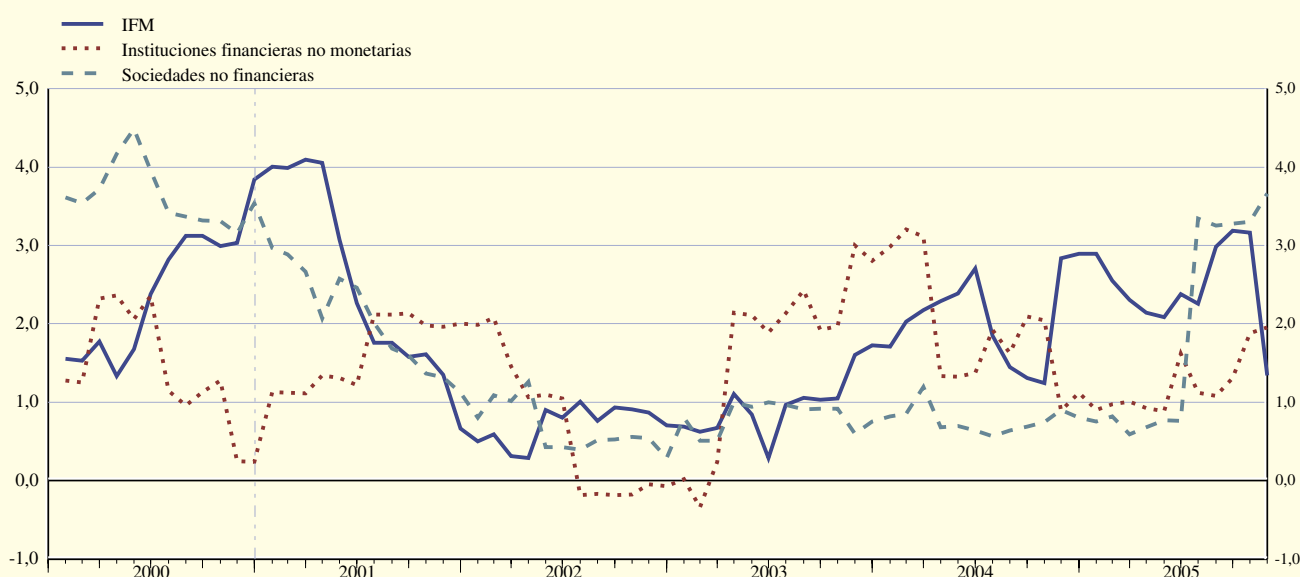
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total 1	Índice Dic 01 = 100 2	Tasas de crecimiento inter- anual (%) 3	Total 4	Tasas de crecimiento interanual (%) 5	Total 6	Tasas de crecimiento interanual (%) 7	Total 8	Tasas de crecimiento interanual (%) 9
2003 Nov	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	340,0	3,0	2.657,4	0,6
Dic	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	351,0	2,8	2.726,9	0,8
2004 Ene	3.788,6	101,5	1,2	584,1	1,7	375,1	3,0	2.829,4	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	377,1	3,2	2.887,1	0,8
Mar	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,2	357,7	3,1	2.836,9	1,2
Abr	3.748,5	102,0	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
Jul	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
Feb	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
Mar	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
Abr	4.094,7	102,9	0,9	656,0	2,1	403,9	0,9	3.034,8	0,7
May	4.272,7	103,0	1,0	678,1	2,1	417,1	0,9	3.177,4	0,8
Jun	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	434,0	1,6	3.249,7	0,8
Jul	4.631,7	105,1	3,0	727,9	2,3	460,1	1,1	3.443,7	3,3
Ago	4.606,4	105,1	3,0	723,4	3,0	450,3	1,1	3.432,6	3,3
Sep	4.818,7	105,2	3,1	764,1	3,2	475,8	1,3	3.578,8	3,3
Oct	4.651,0	105,4	3,1	752,4	3,2	473,0	1,9	3.425,7	3,3
Nov	4.873,1	105,7	3,1	809,2	1,3	506,0	2,0	3.557,8	3,7

#### C17 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 euro<sup>1)</sup>

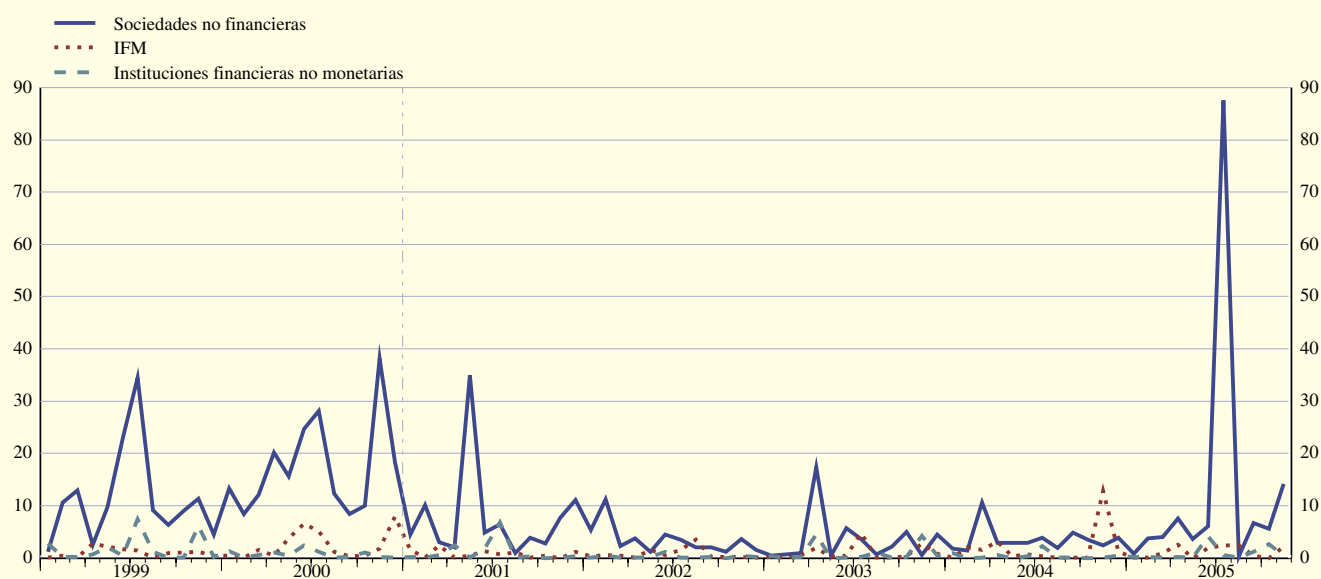
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 Nov	7,5	5,6	1,9	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,3	-4,6
Dic	5,7	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,5	0,5	4,0
2004 Ene	2,9	1,0	1,8	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Feb	3,5	0,6	2,9	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,1
Mar	12,1	1,5	10,6	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,6	1,3	9,3
Abr	6,6	0,7	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,9	0,6	2,3
May	3,3	4,2	-0,9	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	4,2	-1,2
Jun	3,9	2,2	1,6	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,3
Jul	6,4	3,9	2,5	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,9	0,0
Ago	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,1
Sep	5,0	2,3	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,4	3,4
Oct	3,5	0,8	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,5	0,8	2,7
Nov	15,2	3,5	11,8	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,1	-0,8
Dic	5,5	2,3	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,2	1,7
2005 Ene	1,1	1,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,5	-0,7
Feb	4,0	0,7	3,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,8	0,6	3,2
Mar	5,0	2,0	3,0	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	3,9	1,1	2,9
Abr	10,3	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	0,2	0,0	0,2	7,6	2,2	5,3
May	3,7	2,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	2,2	1,4
Jun	12,1	5,4	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	6,1	3,6	2,5
Jul	90,5	7,3	83,2	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	87,5	4,4	83,1
Ago	2,8	1,9	0,9	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,8	-1,4
Sep	8,2	1,8	6,5	0,4	0,0	0,4	1,1	0,0	1,1	6,7	1,7	5,0
Oct	8,3	1,3	6,9	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,2	4,4
Nov	16,7	2,9	13,8	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,1	2,9	11,2

#### C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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 <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	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	
2004 Dic	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02
2005 Ene	0,74	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
Feb	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
Mar	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
May	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
Jun	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
Jul	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,02	2,21	3,11	2,00
Ago	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,02	2,22	2,90	2,01
Sep	0,69	1,97	2,05	2,04	2,02	2,29	0,96	2,04	2,23	2,97	2,04
Oct	0,69	1,98	2,28	2,16	1,96	2,27	0,97	2,04	2,58	3,44	2,02
Nov	0,70	2,01	2,34	2,18	1,99	2,27	0,99	2,08	2,18	3,43	2,03

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	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	
2004 Dic	9,53	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Ene	9,60	6,97	6,83	8,33	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Feb	9,65	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	4,00	4,73	4,49
Mar	9,60	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
Abr	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
May	9,64	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
Jun	9,61	6,62	6,50	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50
Jul	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,89	4,54	4,29
Ago	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,32	3,72	4,00	3,99	3,89	3,80	4,59	4,41
Sep	9,61	7,04	6,43	7,94	7,85	3,31	3,68	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
Oct	9,64	6,82	6,36	7,99	7,75	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,89	4,50	4,28
Nov	9,69	6,74	6,33	7,84	7,62	3,38	3,69	3,97	3,96	3,85	4,00	4,29	4,33

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	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
2004 Dic		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Ene		5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	3,29	4,10
Feb		5,30	3,91	4,76	4,36	3,01	3,33	3,81
Mar		5,28	3,90	4,50	4,32	3,02	3,47	4,11
Abr		5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,53	3,99
May		5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,60	3,80
Jun		5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88
Jul		5,12	3,86	4,40	4,11	2,96	3,57	3,77
Ago		5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,52	3,81
Sep		5,14	3,81	4,36	4,03	2,90	3,39	3,87
Oct		5,10	3,88	4,43	4,01	2,88	3,58	3,80
Nov		5,09	3,91	4,44	3,99	3,08	3,58	3,98

Fuente: BCE.

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

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

#### 4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldo vivo)

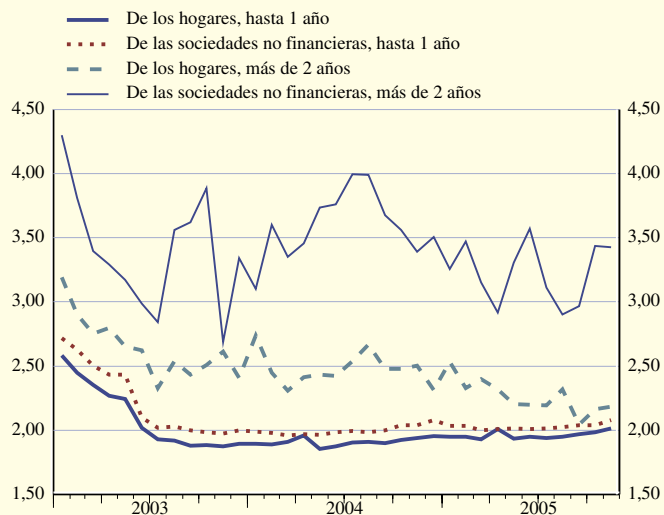
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Dic	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 Ene	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
Feb	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
Mar	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
Abr	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
May	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,11	3,50	2,00
Jun	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,54	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,49	1,98
Ago	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	2,00
Sep	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,11	3,53	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,48	2,03
Nov	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,46	2,06

#### 5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldo vivo)

	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
2004 Dic	4,78	4,50	4,83	7,94	7,01	5,80	4,35	3,97	4,44
2005 Ene	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41
Feb	4,74	4,45	4,76	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
Mar	4,75	4,41	4,78	8,07	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
Abr	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37
May	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35
Jun	4,62	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
Jul	4,57	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29
Ago	4,54	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28
Sep	4,52	4,23	4,59	7,94	6,85	5,70	4,25	3,78	4,26
Oct	4,50	4,19	4,58	7,95	6,80	5,70	4,24	3,77	4,25
Nov	4,51	4,17	4,53	7,88	6,77	5,70	4,29	3,79	4,25

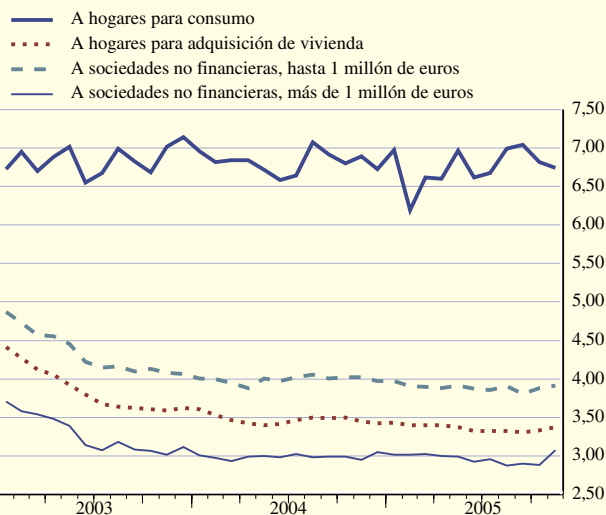
#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



#### C20 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.



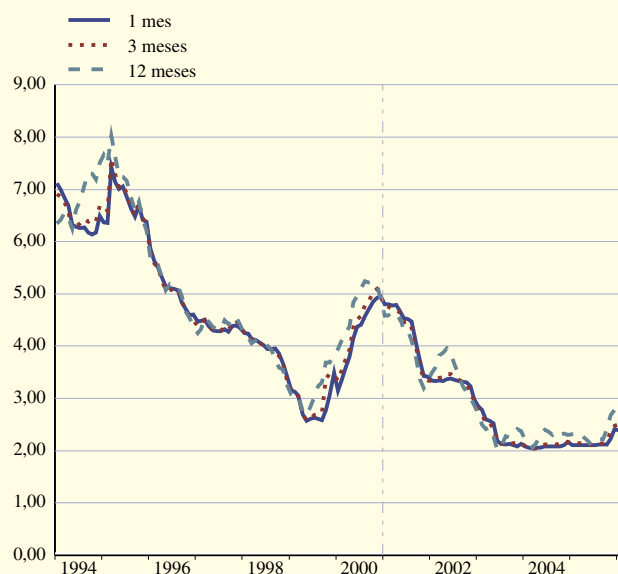
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	3,56	0,06
2004 IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2005 Ene	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Feb	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
Mar	2,06	2,10	2,14	2,19	2,33	3,03	0,05
Abr	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
May	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
Jun	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
Jul	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
Ago	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
Sep	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
Oct	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
Nov	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dic	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 Ene	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07

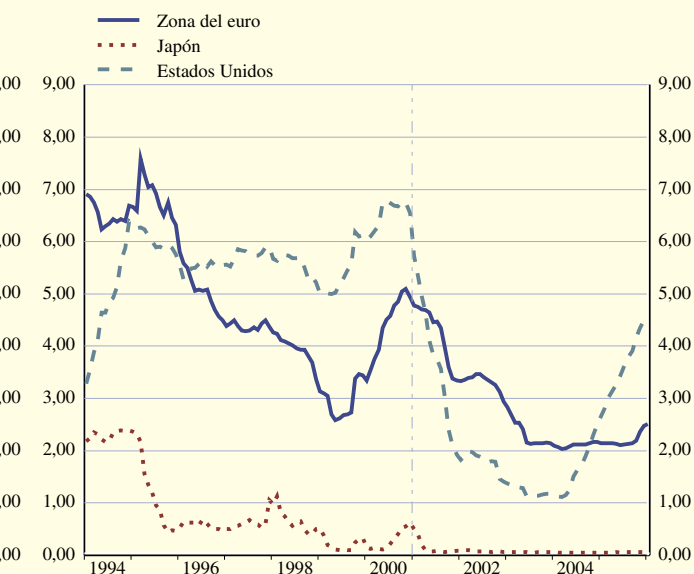
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



#### C22 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

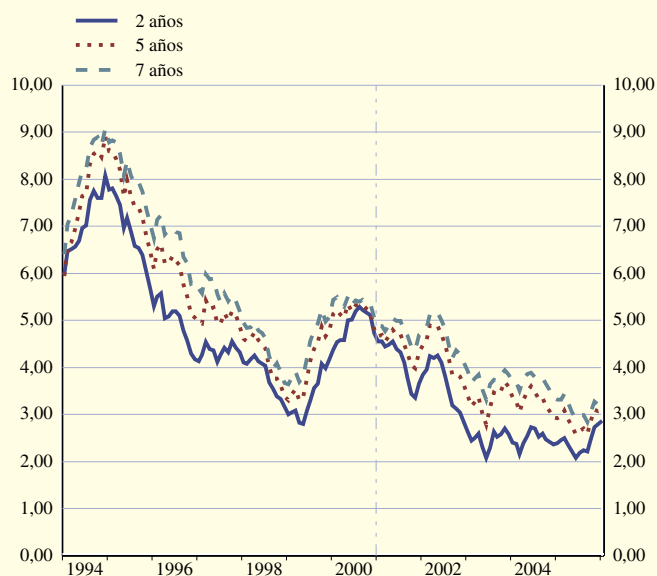
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2004 IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2005 Ene	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Feb	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
Mar	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
Abr	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
May	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
Jun	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Jul	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
Ago	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
Sep	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
Oct	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
Nov	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dic	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 Ene	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47

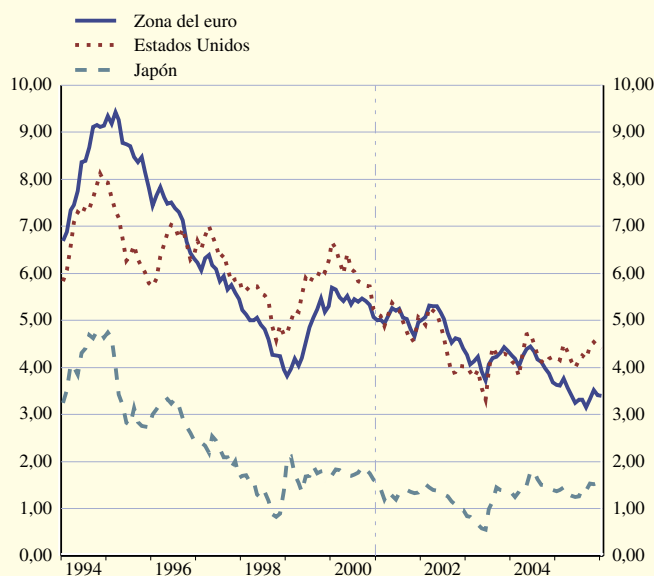
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



## C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

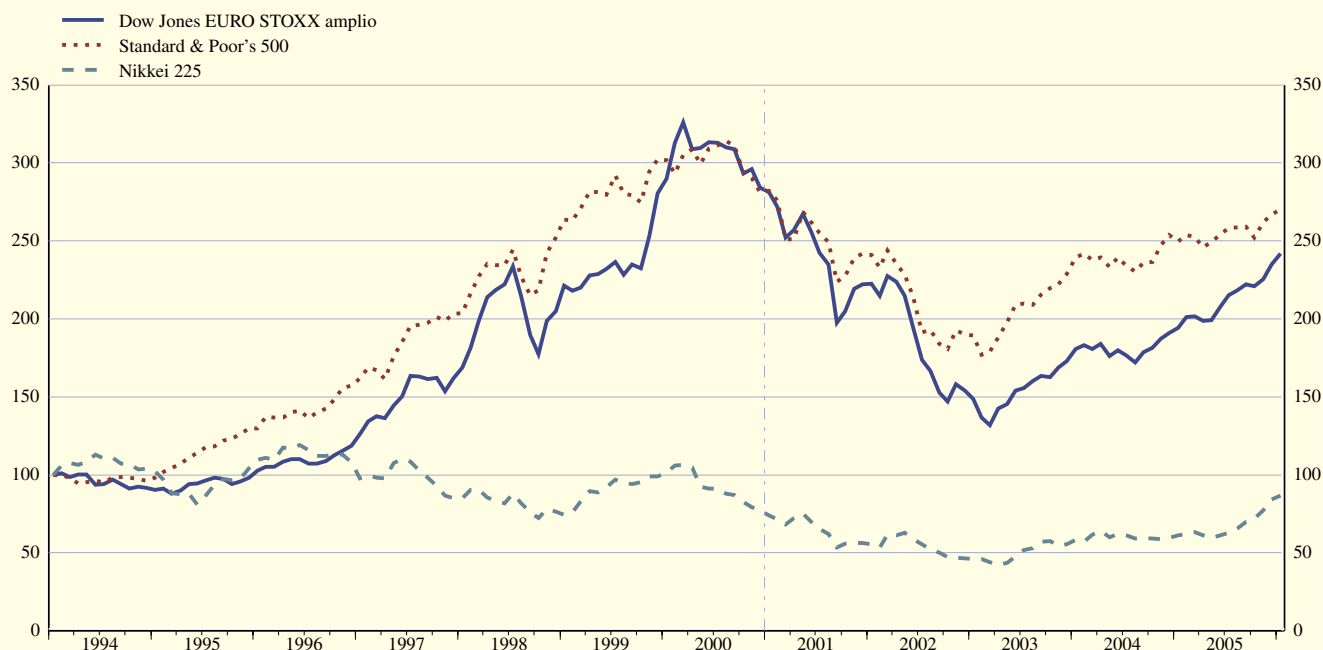
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón		
	Referencia		Principales índices sectoriales												Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9		
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9		
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3		
2004 IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1		
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1		
II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4		
III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,8		
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0		
2005 Ene	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,1		
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7		
Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,4		
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2		
May	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4		
Jun	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,7		
Jul	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9		
Ago	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0		
Sep	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6		
Oct	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9		
Nov	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0		
Dic	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0		
2006 Ene	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4		

#### C25 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,9	59,2	40,8	100,0	12,0	7,5	31,0	8,6	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	118,2	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 IV	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 I	116,7	2,0	1,7	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
II	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
III	118,6	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,2	0,0	5,6	0,6
IV	119,3	2,3	1,5	2,5	2,1	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,5
2005 Jul	118,2	2,2	1,3	2,1	2,3	0,3	0,2	-0,5	-0,1	2,7	0,2
Ago	118,5	2,2	1,3	2,2	2,2	0,3	0,2	0,4	0,0	1,3	0,2
Sep	119,1	2,6	1,4	2,9	2,2	0,4	0,5	-0,1	0,2	3,0	0,1
Oct	119,4	2,5	1,5	2,6	2,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Nov	119,1	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,1	0,5	0,1	-3,0	0,1
Dic	119,5	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,7	0,0	-0,7	0,1

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,5	39,6	31,0	8,6	10,3	6,4	6,3	2,9	14,6	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	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	1,5	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2004 IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 I	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
III	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
IV	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,4	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,8
2005 Jul	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,7	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
Ago	1,4	1,7	1,0	2,5	0,0	11,5	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,4	3,1
Sep	1,8	2,3	1,0	3,4	0,2	15,0	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	2,9
Oct	1,9	2,4	1,1	2,9	0,3	12,1	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,4	2,7
Nov	2,2	2,6	1,5	2,5	0,4	10,0	2,4	1,9	2,8	-2,7	2,2	2,7
Dic	1,7	1,8	1,5	2,7	0,4	11,2	2,5	2,0	2,6	-2,7	2,2	2,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

## 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 <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total		Total		Total		Total		Total		Total					
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	9,4	44,6
2004 IV	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,5	7,2 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,1	7,7 <sup>6)</sup>	22,4	2,2	42,2
III	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	.	-	33,5	11,6	50,9
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	34,2	23,2	48,6
2005 Ago	110,8	4,0	2,9	1,3	1,7	1,1	0,9	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
Sep	111,3	4,4	3,2	1,3	1,6	1,2	1,1	1,2	1,1	16,6	-	-	33,9	13,2	52,2
Oct	112,0	4,2	2,8	1,4	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	15,2	-	-	23,1	17,4	49,3
Nov	111,7	4,2	2,7	1,5	1,7	1,0	1,4	1,2	1,5	14,7	-	-	33,0	22,5	47,9
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	48,6	29,8	48,5
2006 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	42,9	22,8	52,5

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	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 <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	3,9	4,0	3,7	3,7	3,9	4,0	2,6
2002	107,5	3,5	3,3	4,5	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,7	3,0	2,8	3,8	3,0	3,9	2,8	2,4
2004	113,6	2,5	2,3	3,0	2,8	3,3	2,3	2,1
2004 III	114,0	2,4	2,3	2,7	2,4	3,3	2,3	2,0
IV	114,7	2,4	1,9	4,0	2,8	2,9	2,1	2,0
2005 I	115,5	3,2	2,6	4,6	3,3	3,1	3,2	2,2
II	116,1	2,5	2,2	3,2	2,7	2,2	2,4	2,1
III	116,8	2,2	2,1	2,7	2,5	1,5	2,1	2,1

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

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>									
2001	102,3	2,3	1,6	1,4	2,3	1,4	4,0	2,6	
2002	104,5	2,2	1,5	1,1	3,0	1,6	3,0	2,9	
2003	106,4	1,8	2,8	1,0	1,6	1,6	1,8	2,8	
2004	107,4	0,9	-7,4	-0,2	2,3	0,5	2,0	1,7	
2004 III	107,3	0,4	-8,8	-1,4	3,5	0,8	2,3	0,4	
IV	107,9	1,0	-5,6	0,8	3,1	0,3	1,9	1,3	
2005 I	108,2	1,1	0,7	0,2	3,9	0,7	1,6	1,5	
II	108,3	0,9	3,3	-0,3	2,4	0,9	2,3	1,3	
III	108,1	0,7	1,0	-0,2	1,2	0,2	2,0	1,7	
Remuneración por asalariado									
2001	102,7	2,7	1,3	2,5	3,1	2,5	2,6	3,0	
2002	105,3	2,5	3,1	2,6	3,2	2,2	1,9	2,9	
2003	107,7	2,3	0,9	2,7	2,5	2,0	1,8	2,6	
2004	109,9	2,0	0,5	3,0	3,3	1,5	1,3	2,1	
2004 III	109,9	1,5	0,4	2,3	3,1	1,6	1,6	0,8	
IV	110,3	1,7	1,8	2,4	3,2	1,6	1,1	1,5	
2005 I	111,0	1,5	2,7	1,7	2,5	1,9	1,6	1,0	
II	111,5	1,4	2,6	1,8	3,1	2,0	2,0	0,3	
III	111,7	1,6	1,3	2,2	3,5	1,9	1,8	0,7	
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>									
2001	100,5	0,5	-0,2	1,1	0,8	1,1	-1,4	0,4	
2002	100,7	0,2	1,5	1,5	0,2	0,6	-1,1	0,0	
2003	101,2	0,5	-1,8	1,7	0,9	0,4	0,0	-0,2	
2004	102,3	1,1	8,5	3,2	1,0	1,0	-0,7	0,4	
2004 III	102,3	1,1	10,0	3,7	-0,5	0,8	-0,7	0,4	
IV	102,3	0,7	7,8	1,6	0,1	1,3	-0,8	0,1	
2005 I	102,6	0,4	2,0	1,5	-1,3	1,2	0,0	-0,5	
II	102,9	0,5	-0,7	2,1	0,8	1,1	-0,3	-1,0	
III	103,3	0,9	0,3	2,4	2,3	1,6	-0,1	-1,0	

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	3,0	2,5	1,5	1,2	0,8
2002	104,9	2,5	2,0	1,9	2,7	1,3	-0,4	-2,1
2003	107,0	2,0	1,8	1,9	2,2	1,1	-1,2	-1,8
2004	109,0	1,8	2,0	1,9	2,1	2,4	1,2	1,5
2004 III	109,2	1,7	2,0	2,0	1,1	2,9	2,1	3,0
IV	109,7	1,8	2,2	1,9	2,0	3,1	2,4	3,8
2005 I	110,1	1,9	2,1	1,8	1,9	3,0	2,9	3,6
II	110,6	1,6	1,8	1,7	1,3	2,5	2,2	3,1
III	110,9	1,5	2,1	2,0	1,8	2,4	2,3	4,2

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (a precios constantes) por ocupado.

2) Valor añadido (a precios constantes) por ocupado.

3) Los deflactos

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.996,6	6.885,0	4.028,9	1.388,0	1.465,0	3,1	111,6	2.587,3	2.475,8
2002	7.240,2	7.050,8	4.146,2	1.462,5	1.455,6	-13,5	189,4	2.622,7	2.433,3
2003	7.439,2	7.275,9	4.273,1	1.520,5	1.483,2	-0,9	163,3	2.625,5	2.462,2
2004	7.714,1	7.552,2	4.418,4	1.569,4	1.546,0	18,4	161,9	2.815,0	2.653,1
2004 III	1.936,9	1.898,3	1.106,8	393,3	389,2	9,0	38,7	714,8	676,2
IV	1.948,7	1.916,8	1.120,0	394,5	393,8	8,5	31,9	721,6	689,7
2005 I	1.962,9	1.926,9	1.124,8	398,3	394,6	9,3	36,0	719,6	683,6
II	1.979,6	1.949,1	1.133,6	403,0	401,6	10,9	30,6	738,3	707,8
III	1.997,9	1.970,9	1.145,5	406,3	409,9	9,2	27,0	769,4	742,4
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	97,9	57,3	20,3	20,0	0,2	2,1	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior<sup>3)</sup>)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 III	0,3	0,6	0,2	0,2	0,3	-	-	1,1	2,0
IV	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,4	1,4
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	-	-	-0,7	-1,3
II	0,4	0,5	0,2	0,6	0,9	-	-	2,2	2,5
III	0,6	0,4	0,3	0,7	1,3	-	-	3,3	2,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,9	1,2	1,3	2,3	0,4	-	-	3,7	1,8
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-2,0	-	-	1,7	0,2
2003	0,7	1,4	1,1	1,7	0,8	-	-	1,2	3,0
2004	2,1	2,0	1,6	1,2	2,3	-	-	6,5	6,6
2004 III	1,9	2,3	1,2	1,1	2,0	-	-	6,2	7,7
IV	1,6	2,0	1,9	0,7	1,7	-	-	5,9	7,2
2005 I	1,2	1,6	1,3	0,8	1,3	-	-	3,3	4,5
II	1,2	1,8	1,3	1,0	1,9	-	-	3,0	4,6
III	1,6	1,6	1,5	1,4	2,9	-	-	5,2	5,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004 III	0,3	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	-0,3	-	-
IV	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-	-
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-	-
II	0,4	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
III	0,6	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2001	1,9	1,2	0,8	0,4	0,1	-0,1	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,4	-0,2	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2004 III	1,9	2,2	0,7	0,2	0,4	0,9	-0,3	-	-
IV	1,6	1,9	1,1	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 I	1,2	1,6	0,7	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-
II	1,2	1,7	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,5	-	-
III	1,6	1,6	0,9	0,3	0,6	-0,1	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</b>								
2001	6.283,2	157,9	1.364,6	356,3	1.332,4	1.673,6	1.398,4	713,4
2002	6.504,1	153,1	1.376,9	369,2	1.383,2	1.750,4	1.471,3	736,1
2003	6.679,6	152,7	1.385,7	386,3	1.413,7	1.813,1	1.528,0	759,6
2004	6.919,6	153,4	1.428,1	410,6	1.460,2	1.884,3	1.583,0	794,5
2004 III	1.737,6	38,1	359,9	103,0	366,8	474,4	395,5	199,3
IV	1.746,5	38,4	359,0	104,7	368,6	477,3	398,4	202,2
2005 I	1.761,0	37,5	362,4	104,9	371,0	482,9	402,3	201,9
II	1.775,9	37,3	367,6	107,6	373,7	486,4	403,2	203,8
III	1.788,5	37,3	369,3	109,8	376,5	490,3	405,3	209,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	21,1	27,2	22,9	-
<b>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior<sup>1)</sup>)</b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2004 III	0,2	-0,1	0,2	-0,4	0,3	0,4	0,1	0,6
IV	0,2	0,7	-0,6	0,7	0,4	0,2	0,4	0,5
2005 I	0,3	-1,7	0,2	-0,3	0,5	0,9	0,1	0,2
II	0,5	-1,1	0,9	1,9	0,6	0,4	-0,3	0,0
III	0,5	0,0	0,9	0,3	0,6	0,5	0,4	1,5
<i>tasas de variación interanual</i>								
2001	2,0	-1,3	1,1	1,3	2,8	2,7	1,7	0,7
2002	1,0	-0,2	-0,2	0,1	1,2	1,4	2,0	0,0
2003	0,7	-4,0	0,2	1,0	0,6	1,3	1,1	0,8
2004	2,2	7,4	2,3	2,1	2,3	2,0	1,7	1,2
2004 III	2,0	9,2	2,0	1,2	1,8	1,9	1,7	1,1
IV	1,7	6,9	0,7	1,4	2,3	1,9	1,5	0,8
2005 I	1,4	0,4	0,5	-0,1	2,2	2,2	0,9	0,1
II	1,2	-2,2	0,7	1,8	1,9	1,9	0,3	1,4
III	1,5	-2,1	1,4	2,6	2,1	2,0	0,6	2,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004 III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
2005 I	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-
II	0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
III	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2001	2,0	0,0	0,3	0,1	0,6	0,7	0,4	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2004 III	2,0	0,2	0,4	0,1	0,4	0,5	0,4	-
IV	1,7	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 I	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,2	-
II	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	-
III	1,5	0,0	0,3	0,2	0,5	0,5	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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



## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,4
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	2,9	-0,1
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	-0,1	0,6	2,5	-0,2
2004 IV	1,1	102,3	1,1	0,7	0,5	1,0	1,7	-0,2	-3,5	0,4	3,0	-0,8
2005 I	-0,4	102,2	0,6	0,4	0,2	0,8	2,1	-1,0	-3,9	-0,5	1,1	-4,2
II	1,1	102,9	0,6	0,8	0,3	-0,4	2,0	0,5	-1,8	0,9	1,2	-0,1
III	1,2	103,8	1,5	1,5	1,3	1,2	2,8	1,6	-0,3	2,0	0,0	0,9
2005 Jun	0,8	103,2	0,6	0,5	-0,1	-1,2	2,4	0,5	-0,5	0,7	2,6	0,6
Jul	0,7	103,3	0,7	0,2	-0,2	-0,5	2,8	0,0	-1,9	0,4	1,9	0,6
Ago	1,9	104,2	2,7	3,1	3,0	3,6	2,6	3,4	2,5	3,5	-0,5	2,4
Sep	1,2	103,9	1,3	1,7	1,5	1,1	3,0	1,8	-0,3	2,2	-1,4	-0,1
Oct	.	103,2	0,3	0,8	0,5	1,4	0,4	0,9	-0,5	1,1	-2,2	.
Nov	.	104,5	2,7	3,3	3,1	3,7	4,5	0,8	2,8	0,5	0,9	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Jun	0,1	-	0,5	0,6	0,5	-0,3	1,3	0,1	1,5	-0,2	2,1	0,9
Jul	0,1	-	0,2	0,0	0,1	0,9	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,1
Ago	0,6	-	0,8	1,4	1,5	2,0	-0,1	1,2	1,0	1,3	-2,3	0,3
Sep	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,9	-0,5	-1,3	-0,4	-0,1	-1,4
Oct	.	-	-0,7	-0,8	-0,8	0,1	-1,3	-0,6	-0,3	-0,7	-1,7	.
Nov	.	-	1,3	1,2	1,3	1,5	1,4	-0,1	1,4	-0,3	3,2	.

### 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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	105,2	7,3	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,9	2,8	922	1,1
2005 I	106,1	3,1	106,7	2,5	2,0	104,0	1,3	1,2	1,2	0,5	0,8	921	0,4
II	108,8	3,4	110,3	4,2	1,6	103,6	0,6	0,3	0,6	0,8	0,5	937	1,0
III	110,3	5,0	110,9	3,9	2,0	103,8	1,0	0,3	1,5	1,2	1,7	941	4,6
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	931	-1,2
2005 Jul	109,6	1,7	106,7	0,3	0,5	103,4	-0,2	-1,0	0,3	0,0	0,5	938	3,0
Ago	109,7	7,9	112,7	7,3	3,2	104,4	2,2	0,9	3,4	4,2	3,3	932	7,4
Sep	111,5	6,1	113,2	4,8	2,3	103,7	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,6	952	4,5
Oct	110,9	4,3	106,5	1,5	1,4	103,9	0,3	0,3	0,2	0,9	1,0	941	0,1
Nov	116,4	9,3	113,3	4,7	1,9	103,9	0,6	0,1	1,0	1,7	1,3	931	-2,0
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	921	-1,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Jul	-	-1,4	-	-5,0	-0,5	-	-0,6	-0,8	-0,3	0,1	-0,4	-	-4,2
Ago	-	0,1	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,3	1,9	1,3	-	-0,7
Sep	-	1,7	-	0,5	-0,4	-	-0,7	0,0	-1,1	-3,6	-0,7	-	2,1
Oct	-	-0,5	-	-5,9	0,3	-	0,2	0,4	0,0	1,2	-0,2	-	-1,2
Nov	-	4,9	-	6,3	0,1	-	0,0	-0,2	0,3	0,9	0,1	-	-1,1
Dic	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-1,0

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 manufactu

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Total <sup>5)</sup>	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 <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,5	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,5	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,2	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-8
2004 IV	100,5	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 I	98,7	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
II	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
III	97,8	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
IV	100,2	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2005 Ago	97,6	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8
Sep	98,4	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
Oct	100,2	-6	-16	10	8	81,1	-13	-5	-15	23	-9
Nov	99,9	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
Dic	100,6	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 Ene	101,8	-4	-12	9	9	81,7	-11	-3	-11	19	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2002	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	2	-3	-4	14
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	4	-5	3	14
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	11	7	8	17
2005	-10	-15	-4	-7	-12	14	3	11	6	10	17
2004 IV	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	9	9	16
2005 I	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	8	7	17
II	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	0	9	17
III	-9	-16	-3	-9	-13	14	1	11	6	10	17
IV	-5	-11	0	-5	-8	15	10	14	10	13	18
2005 Ago	-9	-16	-2	-9	-14	13	1	10	3	10	15
Sep	-8	-14	-1	-8	-12	15	5	11	8	10	15
Oct	-8	-14	-1	-4	-9	13	12	14	10	13	19
Nov	-3	-7	1	-6	-11	16	9	14	11	13	18
Dic	-6	-11	0	-4	-5	16	9	13	9	13	18
2006 Ene	-4	-8	1	-4	-5	14	7	15	12	16	17

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

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

### 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	24,9	15,3	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,494	1,5	1,7	0,2	-0,8	0,1	0,7	1,8	4,2	1,3
2002	135,466	0,7	0,8	0,1	-1,6	0,1	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,817	0,7	0,6	1,2	-0,8	-1,6	1,0	0,9	2,6	1,2
2004 III	136,891	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
IV	137,228	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 I	137,292	0,9	0,8	1,0	-1,5	-1,1	1,5	1,0	2,2	1,4
II	137,479	0,8	0,7	0,9	-1,4	-1,3	1,4	0,8	2,3	1,4
III	137,797	0,7	0,8	0,3	-2,0	-1,1	1,4	0,3	2,3	1,5
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 III	0,366	0,3	0,1	1,4	0,1	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,3
IV	0,337	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	-0,3	0,2	0,5	0,5
2005 I	0,064	0,0	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	0,0	0,1	0,7	0,4
II	0,187	0,1	0,0	0,7	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,2
III	0,318	0,2	0,2	0,5	-0,8	-0,2	0,3	0,2	0,6	0,5

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		75,5		24,5		48,6		51,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,188	7,6	6,712	10,5
2005	12,530	8,6	9,460	7,3	3,070	17,8	6,088	7,4	6,442	10,0
2004 IV	12,885	8,8	9,748	7,6	3,138	18,0	6,265	7,6	6,620	10,3
2005 I	12,844	8,8	9,626	7,5	3,219	18,4	6,216	7,6	6,628	10,3
II	12,659	8,6	9,590	7,4	3,069	17,7	6,151	7,5	6,508	10,1
III	12,343	8,4	9,378	7,3	2,965	17,3	6,032	7,4	6,312	9,8
IV	12,202	8,3	9,209	7,1	2,993	17,5	5,894	7,2	6,308	9,8
2005 Jul	12,451	8,5	9,486	7,3	2,966	17,3	6,065	7,4	6,386	9,9
Ago	12,357	8,4	9,396	7,3	2,960	17,3	6,047	7,4	6,310	9,8
Sep	12,222	8,4	9,252	7,2	2,970	17,3	5,984	7,3	6,238	9,7
Oct	12,175	8,3	9,191	7,1	2,985	17,5	5,927	7,2	6,249	9,7
Nov	12,207	8,3	9,212	7,1	2,995	17,5	5,891	7,2	6,316	9,8
Dic	12,225	8,4	9,226	7,1	2,999	17,6	5,864	7,2	6,361	9,9

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 1 de la sección 5.3) y Eurostat (cuadro 2 de la sección 5.3).

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

2) Ocupados en el 2004; parados en el 2005.

3) Adu □

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

# 6

## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,0	46,6	11,7	9,1	2,3	13,2	0,7	17,3	8,5	5,5	2,4	0,3	0,2	42,5
1997	47,2	46,7	11,9	9,1	2,5	13,4	0,7	17,3	8,6	5,5	2,3	0,5	0,3	42,9
1998	46,7	46,4	12,2	9,6	2,3	14,0	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	42,7
1999	47,2	47,0	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2000	46,9	46,6	12,8	9,8	2,6	14,0	0,6	16,0	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	43,0
2001	46,1	45,8	12,4	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	42,0
2002	45,5	45,2	11,9	9,4	2,2	13,6	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,3	0,3	41,5
2003	45,5	44,8	11,6	9,2	2,1	13,6	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,7	0,5	41,6
2004	45,0	44,5	11,5	8,8	2,3	13,7	0,3	15,7	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,2

#### 2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,3	47,4	11,1	4,8	5,6	25,9	22,9	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,6
1997	49,9	46,3	10,9	4,7	5,0	25,6	22,8	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,9
1998	49,0	45,2	10,6	4,6	4,6	25,4	22,3	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,4
1999	48,6	44,7	10,6	4,7	4,1	25,3	22,3	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,5
2000	47,9	44,1	10,5	4,7	3,9	25,0	21,9	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,0
2001	48,0	44,0	10,4	4,8	3,8	25,0	21,9	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,1
2002	48,1	44,2	10,5	4,9	3,6	25,3	22,4	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,5
2003	48,5	44,5	10,6	4,9	3,4	25,7	22,8	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2
2004	47,7	43,9	10,5	4,9	3,2	25,3	22,6	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	20,3	11,1	4,8	4,9	1,9	2,4	8,5	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,7	4,9	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,7	10,6	4,6	4,9	1,8	2,3	8,1	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,5	4,7	4,9	1,8	2,2	8,1	11,7
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,8	10,4	4,8	5,0	1,8	2,2	8,0	11,8
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,2	10,5	4,9	5,1	1,8	2,2	8,1	12,1
2003	-3,0	-2,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,1	12,3
2004	-2,7	-2,3	-0,3	-0,3	0,1	0,4	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,3

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,9	-6,1	-0,5	-1,5	0,8	-3,2	6,5	-0,2	0,1	-4,2	5,2
2002	0,0	-3,8	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,1	-2,0	-0,4	-2,8	4,3
2003	0,1	-4,1	-5,7	0,0	-4,1	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,7	1,4	-3,2	-1,2	-2,1	-1,0	-3,0	2,1

F□

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				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 <sup>5)</sup>	Otras monedas
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

### 3. Países de la zona del euro<sup>6)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,3	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,8	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,4	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	96,2	66,4	109,3	46,9	65,1	29,8	106,5	6,6	53,1	64,3	59,4	45,1

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

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para □
- 6) Las ratios □

## 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,4	1,8	2,1
1998	1,8	2,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,7	-1,0	-0,5	1,5	2,8
1999	2,0	1,6	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,9	-0,1	-2,3	3,9
2000	1,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,7	-0,6	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,0

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3
1997	2,0	-2,7	-0,7	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,2
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,3	0,7	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
2001	1,8	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

Fuente: BCE.

- Los datos son, en parte, estimaciones. La □
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos □
- 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 1999.
- 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 prin □
- Incluye derivados financieros.



## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero<sup>1)</sup>

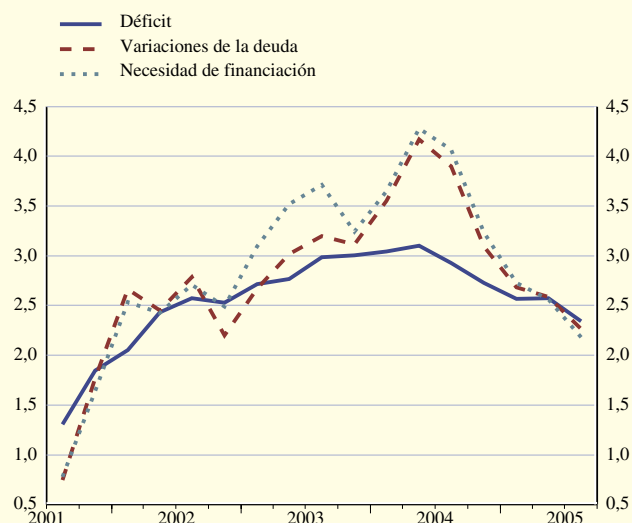
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2002 IV	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 I	69,7	2,7	11,7	5,2	50,0
II	70,2	2,7	11,6	5,7	50,2
III	70,4	2,7	11,6	5,5	50,6
IV	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 I	71,2	2,0	12,5	5,5	51,2
II	71,9	2,2	12,4	5,7	51,6
III	71,7	2,2	12,2	5,7	51,7
IV	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4
2005 I	71,4	2,2	11,9	4,9	52,4
II	72,2	2,4	11,7	5,2	53,0
III	71,8	2,4	11,7	5,0	52,7

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Valores 6	Préstamos 7				Acciones y otras participaciones 8
2002 IV	-1,1	-1,7	-2,9	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	-1,8	-1,2	0,7
2003 I	7,8	-4,7	3,1	2,4	1,8	0,2	0,1	0,3	0,0	0,8	7,9
II	3,5	-1,4	2,1	2,9	2,0	0,0	0,1	0,9	-0,2	-0,6	3,8
III	2,8	-4,2	-1,4	-1,2	-1,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	2,7
IV	-1,3	-1,8	-3,2	-3,4	-2,1	-0,2	-0,3	-0,8	-0,3	0,5	-1,0
2004 I	9,4	-4,8	4,6	2,1	1,4	0,2	0,5	0,0	0,1	2,5	9,3
II	6,0	-1,7	4,3	3,7	3,4	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,8	6,2
III	1,8	-3,4	-1,7	-0,9	-1,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,6	1,9
IV	-4,2	-1,1	-5,3	-3,6	-2,6	-0,2	0,0	-0,7	-0,2	-1,6	-4,0
2005 I	7,6	-4,1	3,5	1,7	1,5	0,3	-0,2	0,1	0,5	1,3	7,1
II	5,5	-1,8	3,7	3,4	2,7	0,3	0,3	0,1	0,0	0,3	5,5
III	0,5	-2,5	-2,0	-2,3	-2,7	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,4

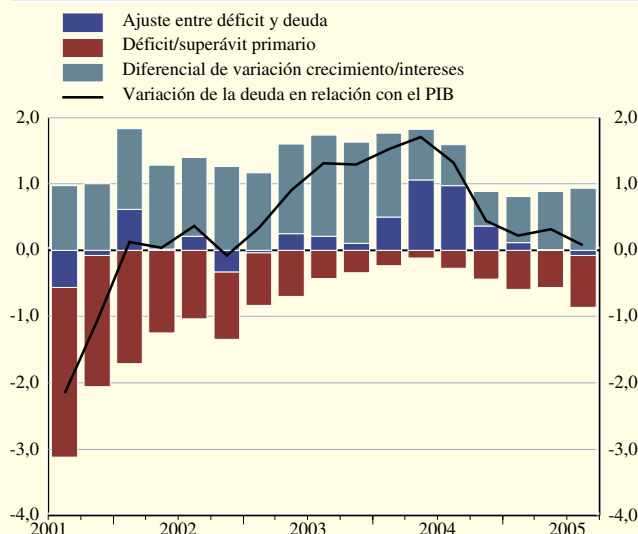
### C26 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C27 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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





# OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

## 7.1 Balanza de pagos

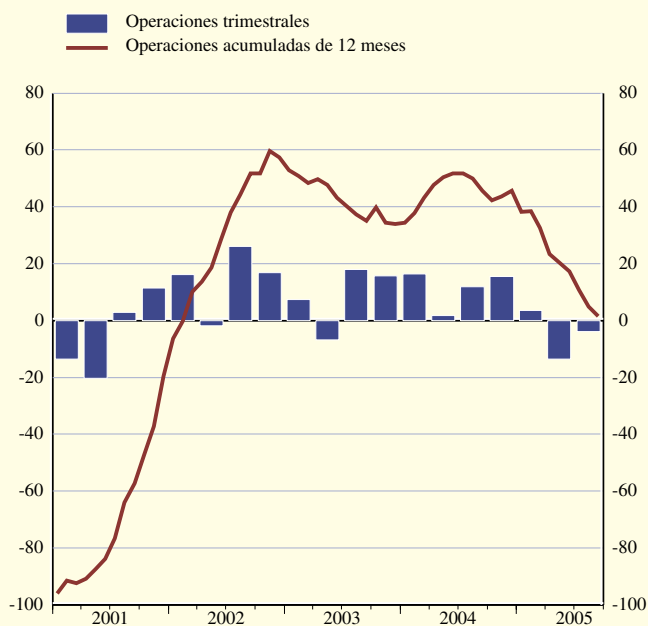
(mm de euros; operaciones netas)

### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de 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
2002	57,3	130,2	13,7	-37,6	-49,0	10,2	67,6	-15,2	21,9	136,3	-11,0	-159,9	-2,6	-52,3
2003	33,9	108,2	19,5	-37,4	-56,4	12,9	46,8	4,1	-1,7	68,9	-11,2	-80,2	28,2	-50,9
2004	45,6	106,7	28,3	-33,1	-56,3	17,4	63,0	-8,3	-46,8	71,2	-4,8	-40,4	12,5	-54,7
2004 III	11,9	24,5	9,2	-4,0	-17,8	4,1	15,9	1,0	8,4	8,8	-2,3	-17,4	3,5	-16,9
IV	15,5	21,6	6,3	1,9	-14,3	5,9	21,4	2,3	-19,9	30,7	-4,1	-6,8	2,4	-23,7
2005 I	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
II	-13,6	18,4	10,2	-26,0	-16,1	3,9	-9,7	43,4	-11,6	103,3	3,3	-54,7	3,1	-33,7
III	-3,8	16,3	8,1	-9,0	-19,3	3,0	-0,9	29,8	-97,6	92,6	-8,7	41,3	2,2	-29,0
2004 Nov	4,6	5,2	0,8	3,1	-4,5	1,1	5,7	13,2	-9,1	-22,4	1,8	42,9	0,0	-18,9
Dic	7,7	7,5	1,4	3,0	-4,1	4,1	11,9	5,6	-0,4	43,3	-2,1	-36,6	1,5	-17,4
2005 Ene	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
Feb	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
Mar	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
Abr	-11,0	3,8	2,5	-13,0	-4,3	0,2	-10,8	-11,2	-11,6	-14,0	-0,5	15,6	-0,8	22,0
May	-3,0	6,0	3,2	-7,0	-5,3	1,6	-1,5	39,4	7,9	18,2	0,7	10,0	2,6	-38,0
Jun	0,4	8,5	4,4	-6,0	-6,5	2,1	2,5	15,3	-7,9	99,1	3,0	-80,3	1,4	-17,8
Jul	1,4	9,8	3,8	-6,5	-5,6	0,8	2,2	3,4	-83,7	75,3	0,9	8,4	2,6	-5,6
Ago	-2,8	0,8	1,6	0,4	-5,7	0,8	-2,0	-1,3	-12,2	-12,9	-7,0	30,9	-0,1	3,3
Sep	-2,4	5,7	2,7	-2,8	-8,0	1,4	-1,1	27,7	-1,7	30,3	-2,6	2,0	-0,3	-26,6
Oct	-7,5	3,2	4,2	-9,4	-5,5	0,8	-6,8	-9,9	-6,4	-6,6	-1,5	4,3	0,2	16,7
Nov	-8,5	1,9	2,1	-5,6	-6,8	0,9	-7,6	-2,8	-12,2	-31,5	1,6	38,1	1,2	10,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Nov	-22,2	62,8	29,1	-50,1	-64,1	13,8	-8,4	91,9	-148,3	204,9	-14,6	36,9	13,0	-83,5

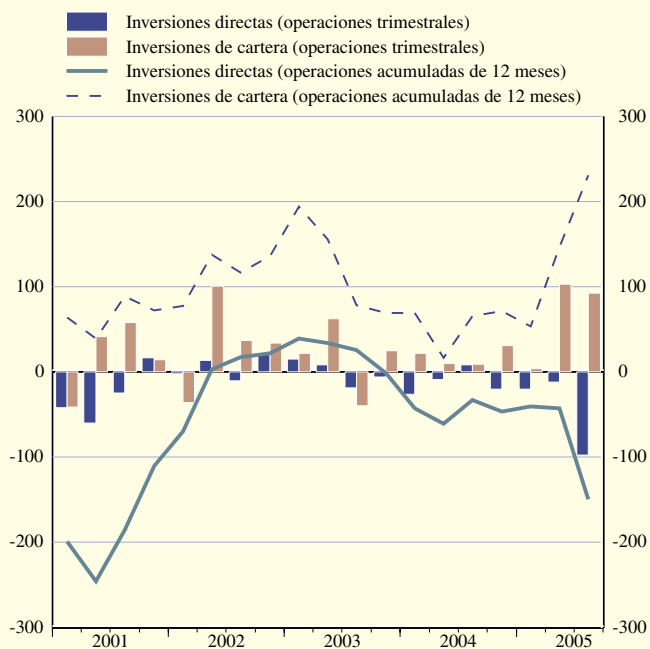
### C28 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C29 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

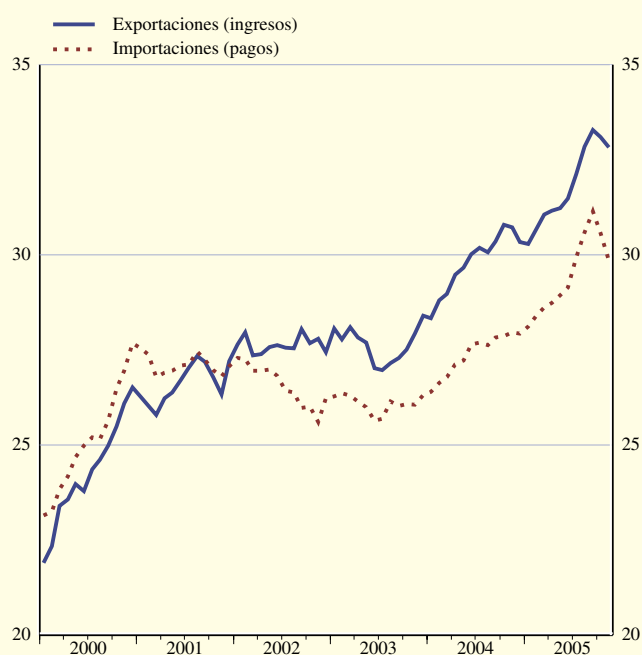
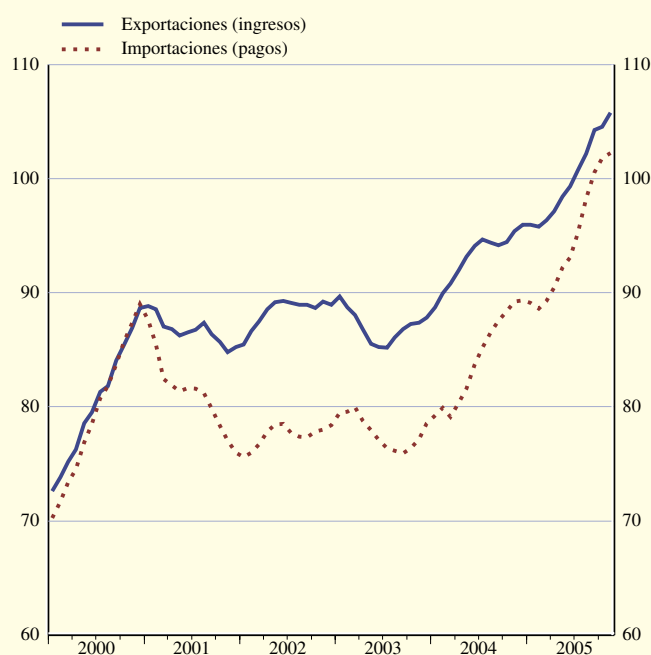
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1.723,5	1.666,2	57,3	1.061,6	931,4	331,1	317,4	245,7	283,3	85,1	134,1	19,1	8,9
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	81,7	138,1	23,7	10,8
2004	1.840,7	1.795,1	45,6	1.133,1	1.026,4	360,3	332,0	266,2	299,3	81,0	137,3	24,0	6,6
2004 III	458,4	446,5	11,9	280,7	256,2	98,0	88,8	63,7	67,8	15,9	33,7	5,8	1,7
IV	485,0	469,5	15,5	299,9	278,3	92,6	86,2	74,5	72,6	18,0	32,3	7,6	1,7
2005 I	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
II	498,7	512,3	-13,6	304,9	286,5	96,1	86,0	81,0	107,1	16,7	32,8	5,7	1,8
III	505,6	509,4	-3,8	309,2	292,8	107,1	99,0	73,9	82,8	15,4	34,7	4,8	1,8
2005 Sep	173,3	175,7	-2,4	108,6	102,9	35,0	32,3	25,1	27,9	4,7	12,7	2,0	0,6
Oct	169,3	176,8	-7,5	108,3	105,0	33,6	29,4	23,3	32,7	4,2	9,7	1,7	0,9
Nov	176,1	184,6	-8,5	112,9	111,0	30,5	28,5	28,2	33,8	4,5	11,4	1,5	0,6
	Datos desestacionalizados												
2004 III	460,3	454,8	5,4	282,5	262,7	91,1	83,4	66,1	73,5	20,6	35,3	.	.
IV	470,3	460,4	9,9	287,8	268,0	91,0	83,8	71,4	74,8	20,1	33,9	.	.
2005 I	473,7	469,2	4,5	289,0	267,8	93,2	85,8	70,7	77,4	20,8	38,2	.	.
II	487,8	487,6	0,3	298,0	279,3	94,4	87,4	73,9	86,2	21,5	34,6	.	.
III	509,6	521,2	-11,6	312,8	301,7	99,8	93,4	77,0	90,0	20,0	36,1	.	.
2005 Mar	160,1	158,8	1,3	97,3	90,4	31,2	28,8	24,6	27,0	7,0	12,7	.	.
Abr	162,0	162,5	-0,5	98,3	92,2	31,2	28,7	25,0	30,1	7,5	11,5	.	.
May	162,7	162,3	0,4	99,7	94,0	31,3	29,4	24,8	27,3	6,9	11,6	.	.
June	163,2	162,8	0,4	100,0	93,1	32,0	29,4	24,1	28,8	7,1	11,5	.	.
July	168,2	171,3	-3,1	102,4	98,6	33,1	31,0	25,7	30,6	6,9	11,1	.	.
Ago	170,1	176,4	-6,3	104,1	103,1	33,4	31,3	25,7	29,6	7,0	12,3	.	.
Sep	171,3	173,5	-2,2	106,3	100,0	33,3	31,0	25,6	29,8	6,1	12,7	.	.
Oct	167,7	175,0	-7,4	103,2	102,1	32,5	29,3	25,5	32,8	6,5	10,8	.	.
Nov	173,6	184,3	-10,7	107,7	104,6	32,6	29,2	27,9	38,0	5,3	12,5	.	.

### C30 Bienes

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

### C31 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	
2002	15,1	6,2	230,6	277,1	54,9	55,2	7,5	7,1	19,9	52,1	65,4	71,9	83,0	90,8
2003	14,8	6,1	221,4	267,5	59,4	52,6	10,0	9,7	18,6	53,5	65,7	79,1	67,8	72,6
2004	15,2	6,2	251,0	293,1	77,8	67,5	11,7	12,3	24,0	57,3	74,6	84,3	63,0	71,6
2004 III	3,8	1,8	59,9	66,0	16,5	16,3	2,5	2,9	5,7	11,3	19,3	17,6	15,9	17,8
IV	4,0	1,6	70,5	71,0	25,5	15,1	3,0	3,5	5,4	10,4	19,5	22,7	17,1	19,4
2005 I	3,7	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
II	3,7	1,8	77,3	105,3	23,9	24,4	3,2	3,6	9,8	30,0	21,7	24,1	18,7	23,1
III	3,8	1,9	70,1	80,9	16,5	20,8	2,8	3,0	7,4	15,4	23,6	19,3	19,7	22,4

### 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
2002	-170,1	-175,9	-22,8	-153,2	5,9	0,0	5,9	192,0	141,4	2,1	139,3	50,5	0,5	50,1
2003	-139,7	-122,6	-2,3	-120,3	-17,1	0,0	-17,1	138,0	120,4	3,1	117,4	17,6	0,1	17,5
2004	-130,8	-141,6	-18,5	-123,0	10,8	0,1	10,7	84,0	76,6	1,2	75,5	7,4	0,7	6,7
2004 III	-15,4	-26,9	-1,2	-25,7	11,4	0,0	11,4	23,9	19,6	0,6	19,0	4,3	0,4	3,9
IV	-65,2	-68,6	-8,6	-60,0	3,4	0,1	3,3	45,4	36,4	1,0	35,4	9,0	-0,1	9,1
2005 I	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
II	-25,9	-20,5	-1,8	-18,6	-5,4	0,0	-5,5	14,4	4,6	0,4	4,2	9,8	-0,1	10,0
III	-102,6	-78,3	-4,8	-73,5	-24,3	0,1	-24,4	4,9	-8,8	0,9	-9,6	13,7	0,4	13,3
2004 Nov	-29,9	-25,7	-13,2	-12,5	-4,2	0,1	-4,3	20,8	11,4	0,2	11,2	9,5	0,2	9,2
Dic	-5,7	-20,0	4,8	-24,8	14,3	0,0	14,3	5,3	14,0	0,6	13,5	-8,8	-0,2	-8,6
2005 Ene	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
Feb	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
Mar	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
Abr	-15,6	2,1	-1,8	3,9	-17,7	0,0	-17,7	4,1	7,8	-0,2	8,0	-3,7	0,1	-3,9
May	8,0	-4,5	-0,5	-4,0	12,5	0,0	12,5	-0,1	-2,1	0,2	-2,3	2,0	0,0	1,9
Jun	-18,3	-18,0	0,5	-18,5	-0,3	0,0	-0,3	10,4	-1,2	0,4	-1,5	11,6	-0,3	11,9
Jul	-83,5	-75,6	-3,2	-72,3	-7,9	0,1	-8,0	-0,2	0,9	0,2	0,7	-1,2	0,0	-1,2
Ago	-7,4	-1,9	-0,6	-1,4	-5,5	0,0	-5,5	-4,7	-4,9	0,2	-5,1	0,2	0,1	0,1
Sep	-11,6	-0,8	-1,0	0,2	-10,8	0,0	-10,9	9,9	-4,8	0,4	-5,2	14,7	0,3	14,4
Oct	-9,4	6,9	0,6	6,3	-16,3	0,0	-16,3	3,0	5,9	0,1	5,8	-3,0	0,0	-2,9
Nov	-20,8	-4,7	0,5	-5,2	-16,1	0,0	-16,1	8,6	0,0	-1,7	1,7	8,6	-0,1	8,7

Fuente: BCE.



## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos 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	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,1	0,0	-7,8	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-	-	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,1	0,1	0,0	-0,3	1,8	-2,0	-2,0	0,0	-2,6	0,0
2004 III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2	0,1
IV	1,7	-0,3	3,5	0,0	0,0	3,6	-0,1	3,7	-0,5	0,0	-1,6	-0,1
2005 I	0,5	0,0	4,7	0,0	0,0	4,4	1,7	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,2
II	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-6,9	1,6	-8,5	-0,5	0,0	-1,8	0,0
III	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	7,5	2,8	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-51,0	-	-	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-	-	-2,3	4,1	28,3	0,1
2004	-256,5	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-41,3	-28,1	-13,2	-5,0	8,6	11,7	2,2
2004 III	-22,1	-1,7	4,9	1,5	1,8	-8,7	4,2	-12,9	-0,8	0,0	-0,3	3,7
IV	-75,6	1,8	59,1	-0,3	-0,1	-0,8	-11,2	10,3	-1,6	2,5	2,4	-0,5
2005 I	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
II	-97,3	-0,2	44,5	1,2	-5,2	-49,2	-60,8	11,5	-2,0	1,1	61,4	1,3
III	-83,5	-2,0	122,1	2,9	2,3	-21,7	-4,9	-16,8	-6,8	0,5	17,1	-2,9

### 8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-2,6	0,7	0,2	-2,0	-1,5	-1,7	-17,1	0,0	8,5	8,9	-0,2	0,0
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,3	18,7	-12,2	-0,1	0,0
2004 III	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,1	1,4	1,7	0,0	0,0
IV	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,4	-2,8	-0,1	0,0
2005 I	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,1	-2,7	0,0	0,0
II	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,9	2,9	0,0	0,0
III	2,2	0,5	0,0	2,6	-1,0	1,6	0,9	0,0	-4,4	1,0	-0,1	0,0

Fuente: BCE.

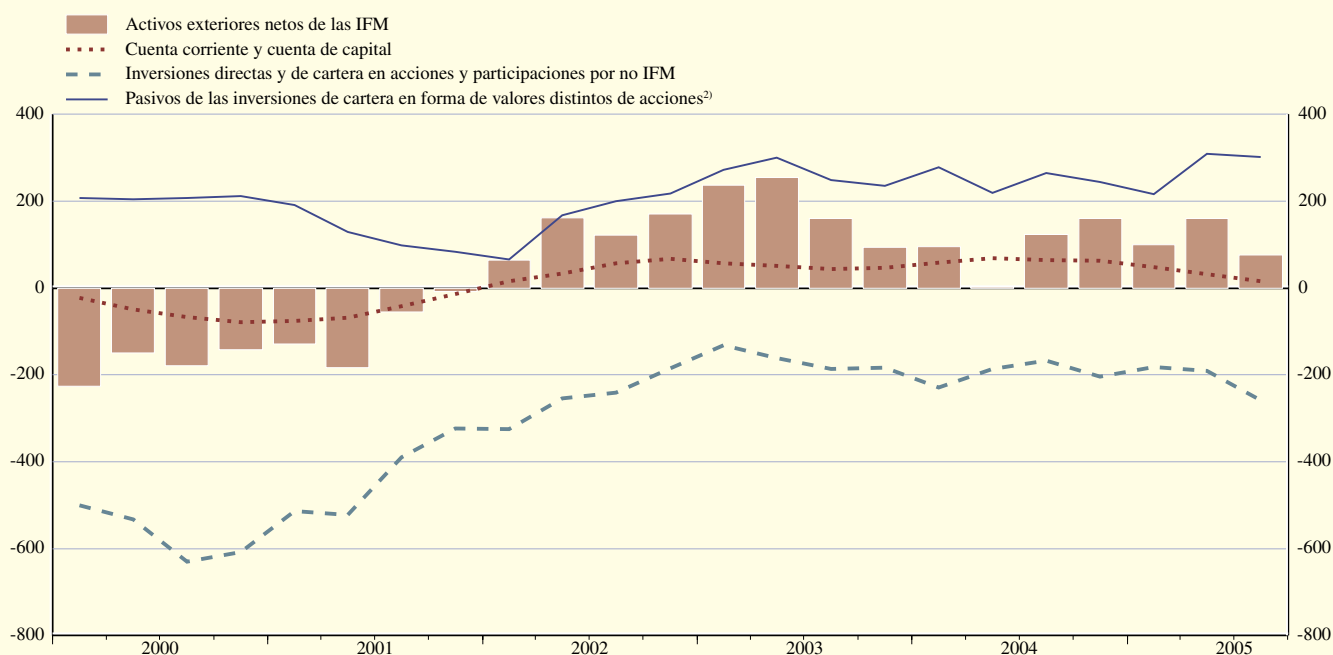
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones <sup>1)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	67,6	-147,3	191,5	-120,6	49,1	217,5	-56,5	20,3	-11,0	-52,3	158,2	170,4
2003	46,8	-137,4	137,9	-170,9	115,9	235,8	-100,9	29,2	-11,2	-50,9	94,3	94,1
2004	63,0	-112,4	83,3	-184,8	127,5	244,5	-54,6	19,9	-4,8	-54,7	127,0	160,7
2004 III	15,9	-14,3	23,5	-32,5	38,6	53,2	-7,5	5,8	-2,3	-16,9	63,4	63,7
IV	21,4	-56,7	45,4	-45,4	90,3	13,3	0,6	2,7	-4,1	-23,7	43,9	57,2
2005 I	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,3	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,6	-24,8
II	-9,7	-24,1	14,5	-60,3	0,9	171,6	-63,8	62,0	3,3	-33,7	60,5	65,0
III	-0,9	-97,9	4,5	-75,0	154,3	45,4	-18,9	16,0	-8,7	-29,0	-10,0	-20,6
2004 Nov	5,7	-16,8	20,6	-15,0	26,5	-3,4	-7,0	10,0	1,8	-18,9	3,5	10,3
Dic	11,9	-10,5	5,4	-12,9	43,0	-2,0	13,9	-9,4	-2,1	-17,4	19,8	26,4
2005 Ene	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-15,8
Feb	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,7
Mar	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,5	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,9	-22,7
Abr	-10,8	-13,8	3,9	-14,6	-57,8	60,1	-22,5	41,6	-0,5	22,0	7,7	2,3
May	-1,5	8,5	-0,1	-26,9	11,2	31,9	-29,4	1,9	0,7	-38,0	-41,6	-39,5
Jun	2,5	-18,8	10,7	-18,9	47,5	79,6	-11,9	18,4	3,0	-17,8	94,5	102,2
Jul	2,2	-80,3	-0,3	-31,1	116,0	3,8	-3,4	4,4	0,9	-5,6	6,7	0,6
Ago	-2,0	-6,9	-4,8	-23,0	25,5	0,4	0,0	9,7	-7,0	3,3	-4,8	1,7
Sep	-1,1	-10,7	9,6	-20,8	12,8	41,1	-15,5	1,8	-2,6	-26,6	-11,9	-22,9
Oct	-6,8	-10,0	3,0	-15,8	-10,6	16,8	-3,8	6,8	-1,5	16,7	-5,2	-5,5
Nov	-7,6	-21,3	8,7	-27,4	16,3	-3,4	-9,6	-9,4	1,6	10,5	-41,7	-44,2
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Nov	-8,4	-193,7	48,2	-257,7	233,2	299,6	-126,7	80,6	-14,6	-83,5	-23,2	-3,8

## C32 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

#### 1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
IV 2004 a III 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
<b>Cuenta corriente</b>	1.949,7	716,6	40,4	64,3	386,0	166,7	59,2	26,5	50,2	132,1	330,8	693,6
Bienes	1.192,8	415,6	27,8	44,3	206,8	136,4	0,2	15,3	33,3	68,1	178,8	481,8
Servicios	379,7	136,2	7,4	10,3	96,1	18,3	4,1	5,4	10,9	36,6	73,9	116,7
Renta	294,7	104,5	4,7	9,1	74,1	10,7	5,9	5,2	5,7	21,1	71,7	86,6
de la cual: rentas de la inversión	279,6	99,3	4,6	9,0	72,5	10,5	2,6	5,1	5,6	14,9	70,3	84,4
Transferencias corrientes	82,4	60,4	0,4	0,5	9,1	1,3	49,1	0,6	0,2	6,3	6,4	8,6
<b>Cuenta de capital</b>	22,9	20,3	0,0	0,0	0,9	0,1	19,2	0,0	0,1	0,4	0,4	1,6
Pagos												
<b>Cuenta corriente</b>	1.948,2	629,6	34,2	59,8	305,3	142,1	88,3	19,4	79,2	124,2	296,7	799,1
Bienes	1.121,0	327,9	25,5	39,8	149,5	113,1	0,0	8,9	50,6	55,4	115,6	562,6
Servicios	351,9	110,7	6,1	8,3	73,4	22,7	0,2	5,6	7,3	30,0	74,7	123,5
Renta	330,9	97,2	2,3	10,8	74,5	4,8	4,8	3,3	21,0	33,8	97,7	78,0
de la cual: rentas de la inversión	324,2	93,9	2,2	10,7	73,5	2,6	4,8	3,2	20,9	33,2	96,8	76,2
Transferencias corrientes	144,4	93,8	0,4	0,9	7,8	1,5	83,3	1,6	0,3	5,0	8,6	35,0
<b>Cuenta de capital</b>	9,0	1,1	0,0	0,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	6,8
Neto												
<b>Cuenta corriente</b>	1,5	87,0	6,2	4,5	80,8	24,6	-29,1	7,0	-29,0	7,9	34,1	-105,5
Bienes	71,8	87,7	2,4	4,5	57,3	23,3	0,2	6,4	-17,2	12,7	63,1	-80,9
Servicios	27,8	25,4	1,3	2,0	22,7	-4,5	3,9	-0,2	3,6	6,7	-0,8	-6,8
Renta	-36,2	7,3	2,4	-1,7	-0,5	5,9	1,1	1,9	-15,3	-12,7	-26,0	8,7
de la cual: rentas de la inversión	-44,7	5,4	2,4	-1,7	-1,0	7,9	-2,2	1,9	-15,2	-18,3	-26,5	8,1
Transferencias corrientes	-62,0	-33,4	0,0	-0,4	1,3	-0,1	-34,2	-1,1	0,0	1,2	-2,2	-26,5
<b>Cuenta de capital</b>	14,0	19,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-5,1

#### 2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
IV 2004 a III 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-149,1	-108,3	2,0	-1,9	-107,9	-0,5	0,0	-5,2	1,0	9,6	-7,3	-7,4	-31,4
En el exterior	-226,0	-159,2	0,3	-5,2	-134,4	-19,8	0,0	-1,5	-1,2	-0,7	-10,8	-12,1	-40,7
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-182,9	-133,2	-2,8	-1,8	-106,0	-22,5	0,0	-0,7	-0,5	-5,7	-12,2	-6,7	-23,9
Otro capital	-43,1	-26,0	3,1	-3,4	-28,4	2,7	0,0	-0,8	-0,6	5,0	1,5	-5,4	-16,7
En la zona del euro	76,9	50,9	1,7	3,3	26,5	19,3	0,0	-3,7	2,1	10,3	3,4	4,7	9,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	44,3	36,2	-0,9	3,6	31,7	1,8	0,0	-4,4	0,8	1,9	-0,6	5,3	5,1
Otro capital	32,6	14,7	2,6	-0,3	-5,2	17,5	0,0	0,7	1,3	8,4	4,0	-0,6	4,1

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							
2001	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,4	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-196,1	280,8
2005 II	-1.007,3	-12,6	110,8	-1.217,4	-18,1	-184,9	302,3
III	-1.049,4	-13,2	224,2	-1.349,6	-23,0	-212,0	310,9
Activos: saldos vivos							
2001	7.758,3	110,9	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,7	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,7	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,7	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 II	9.687,9	121,6	2.386,0	3.353,2	194,3	3.452,2	302,3
III	10.156,4	127,5	2.516,7	3.545,2	217,6	3.566,0	310,9
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.147,3	116,5	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,4	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,6	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	123,9	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 II	10.695,2	134,3	2.275,1	4.570,6	212,4	3.637,0	-
III	11.205,9	140,7	2.292,4	4.894,8	240,6	3.778,0	-

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.557,6	124,1	1.433,5	528,4	2,1	526,3	1.165,5	43,9	1.121,6	497,6	2,8	494,8
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 II	1.910,2	151,8	1.758,3	475,8	1,2	474,6	1.664,7	48,1	1.616,6	610,5	3,7	606,8
III	2.007,6	159,4	1.848,2	509,1	1,0	508,1	1.667,1	51,5	1.615,6	625,3	4,1	621,2

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

	Acciones y participaciones				Pasivos	Valores distintos de acciones											
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario						
	Activos					Activos					Pasivos						
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores			AAPP	Otros sectores				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
2001	0,6	38,5	6,7	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5		
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5		
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5		
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6		
2005 II	2,5	87,8	18,8	1.265,0	1.993,8	6,9	641,7	10,2	1.007,6	2.290,0	0,9	242,5	6,5	62,7	286,8		
III	2,9	96,7	21,1	1.375,9	2.292,4	7,3	661,5	10,1	1.056,7	2.282,9	0,8	249,3	6,3	56,7	319,5		

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	
2001	2,3	0,8	40,2	0,2	3,1	70,1	-	-	55,8	0,2	44,7	12,3
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	-	-	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,2	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 II	4,8	0,2	79,0	0,2	1,4	62,3	47,7	14,6	42,3	0,0	41,7	3,0
III	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	55,8	44,9	10,9	42,5	0,0	42,4	2,9

	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	
2001	1.666,4	48,8	2.362,1	49,3	176,4	511,7	-	-	101,2	109,7	349,7	40,7
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	-	-	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 II	2.276,9	66,3	2.780,4	70,0	184,6	685,6	329,6	356,0	127,8	116,5	484,3	62,0
III	2.362,8	61,5	2.905,5	66,0	182,7	717,5	334,7	382,8	137,3	121,5	495,4	60,8

### 5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Eurosistema</b>																
2001	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
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	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	0,0	19,1	-12,8
2005 I	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
II	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
III	310,9	149,4	380,258	4,2	13,8	143,5	10,8	27,3	105,7	0,5	66,1	39,0	-0,3	0,0	24,0	-19,5
2005 Nov.	322,7	158,8	377,023	4,3	13,4	146,2	8,8	27,8	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	23,6	-19,4
Dec.	320,2	163,4	375,861	4,3	10,6	141,8	12,7	21,3	107,8	-	-	-	0,0	0,0	25,6	-17,9
<b>de los cuales depositados en el Banco Central Europeo</b>																
2001	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
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 I	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
II	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
III	41,1	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	0,0	8,9	13,1	0,0	0,0	2,3	-1,5
2005 Nov.	42,3	9,7	23,145	0,2	0,0	32,3	2,2	6,4	23,8	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-2,3
Dec.	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,9

Fuente: BCE.





## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

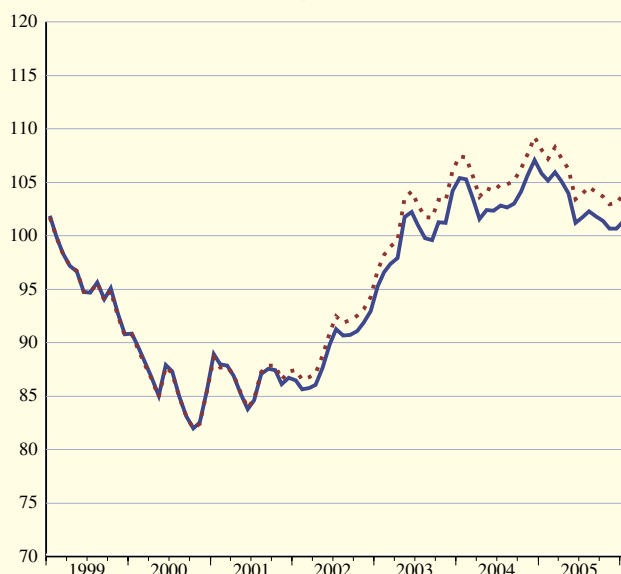
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	99,9	101,7	102,2	101,2	97,8	98,6	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	105,0	103,2	102,8	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	.	.	.	109,5	103,6
2004 IV	105,7	107,7	106,6	106,6	105,2	104,2	113,0	107,1
2005 I	105,7	107,9	106,9	106,8	103,9	103,6	112,6	106,6
II	103,4	105,6	104,2	104,5	100,8	101,6	110,1	104,1
III	101,9	104,2	102,4	102,7	99,5	100,2	108,3	102,4
IV	100,9	103,2	101,0	.	.	.	107,2	101,2
2005 Ene	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9
Feb	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,9
Mar	106,0	108,3	107,3	-	-	-	112,9	106,9
Abr	105,1	107,3	105,8	-	-	-	111,9	105,8
May	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6
Jun	101,2	103,4	102,1	-	-	-	107,6	101,8
Jul	101,7	103,9	102,3	-	-	-	108,0	102,1
Ago	102,3	104,6	102,9	-	-	-	108,7	102,8
Sep	101,8	104,1	102,0	-	-	-	108,2	102,4
Oct	101,4	103,7	101,4	-	-	-	107,8	101,8
Nov	100,7	103,0	100,8	-	-	-	106,9	100,9
Dic	100,7	103,1	100,7	-	-	-	106,9	100,9
2006 Ene	101,4	103,9	101,4	-	-	-	107,5	101,5
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Ene	0,7	0,8	0,7	-	-	-	0,6	0,6
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Ene	-4,2	-3,8	-5,3	-	-	-	-4,8	-5,1

### C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

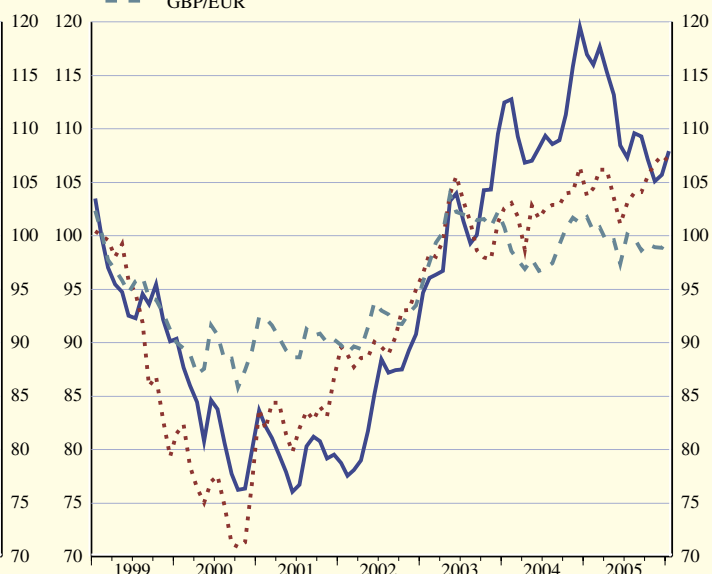
— TCE-23 nominal  
 ..... TCE-23 real deflactado por el IPC



### C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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





## 9.2 En Estados Unidos y Japón

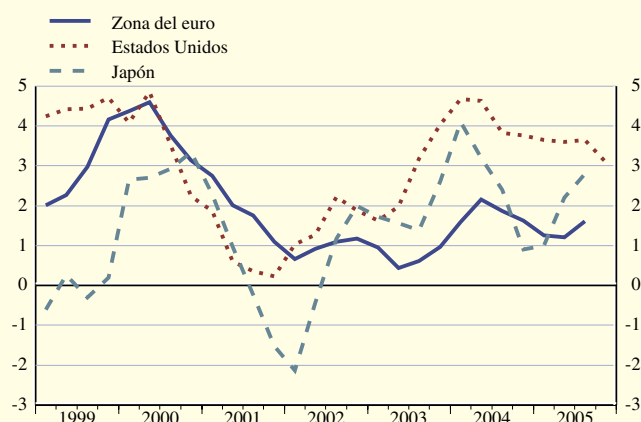
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2002	1,6	-0,6	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	2,2	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	.	3,5	3,8	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	.	.
2004 IV	3,3	-1,6	3,8	5,2	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 I	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,9	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
II	2,9	3,1	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
III	3,8	1,7	3,6	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
IV	3,7	.	3,1	4,1	4,9	7,5	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 Sep	4,7	-	-	2,9	5,1	6,4	3,91	4,19	1,2256	-	-
Oct	4,3	-	-	3,8	4,9	7,2	4,17	4,45	1,2015	-	-
Nov	3,5	-	-	4,4	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	-	-
Dic	3,4	-	-	4,1	4,9	7,8	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 Ene	.	-	-	.	.	.	4,60	4,41	1,2103	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2005	-0,3	.	.	1,3	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2004 IV	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	-0,2	-1,0	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
III	-0,3	0,3	2,8	0,1	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,5	.	.	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 Sep	-0,3	-0,6	-	1,1	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
Oct	-0,7	.	-	3,0	4,5	2,0	0,06	1,54	138,05	-	-
Nov	-0,8	.	-	3,4	4,6	2,1	0,06	1,52	139,59	-	-
Dic	-0,1	.	-	3,7	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	-	-
2006 Ene	.	.	-	.	.	.	0,07	1,47	139,82	-	-

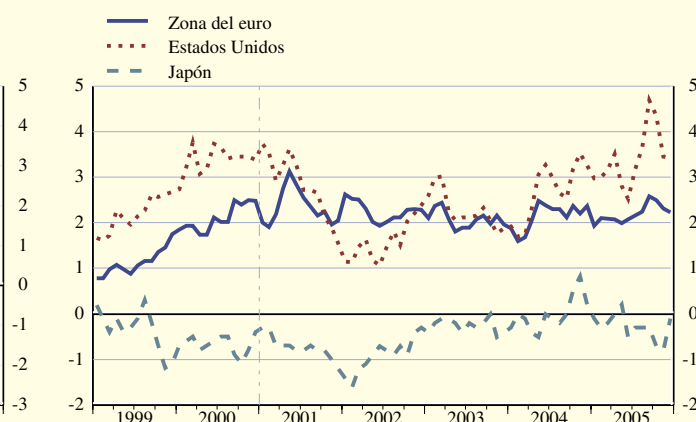
### C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).



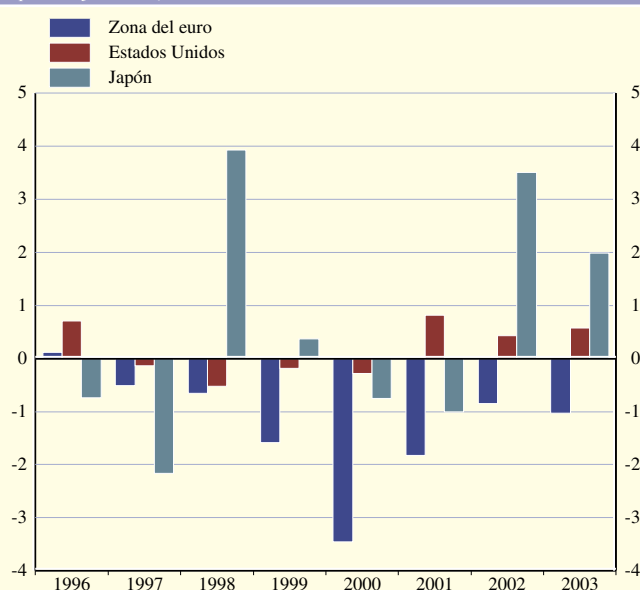
9.2 En Estados Unidos y Japón  
(en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	4,9	10,8	5,5
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,1	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,7	11,3	7,9
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,0	8,0	3,0	0,9	13,5	6,7	11,0	9,4
2003 IV	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,0	13,5	5,6	11,2	4,0
2004 I	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,7	1,1	13,3	6,9	11,0	9,7
II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,2	13,6	5,2	10,7	8,9
III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,3	8,4	1,9	0,5	13,6	6,7	10,9	8,9
IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,6	7,3	4,3	2,1	13,6	7,8	11,4	10,2
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,0	7,7	2,5	0,8	13,7	5,1	10,0	7,8
II	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,7	8,1	1,3	0,6	13,9	3,7	9,4	9,3
III	13,3	19,9	-6,0	7,2	7,4	2,5	8,5	0,7	-0,7	13,9	5,5	9,7	9,6
Japón													
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 IV	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,1	.	9,5	.	-1,4
2004 I	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
III	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
IV	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 I	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
II	.	23,7	.	.	.	-17,0	.	-16,4	0,9	.	7,6	.	-6,7
III	.	23,5	.	.	.	5,7	.	4,3	-1,5	.	-4,0	.	3,3

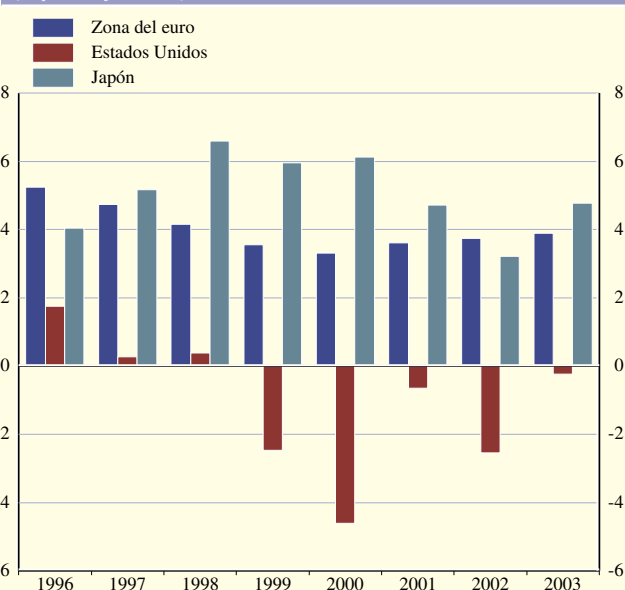
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Economic and Social Research Institute.

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

2) Form □

3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C18	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C19	Nuevos depósitos a plazo	S38
C20	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C21	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C22	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C23	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C25	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C26	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C27	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C28	Cuenta corriente	S55
C29	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C30	Bienes	S56
C31	Servicios	S56
C32	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C33	Tipos de cambio efectivos	S67
C34	Tipos de cambio bilaterales	S67
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C36	Índices de precios de consumo	S70
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S71



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ,  $C_t^M$  el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ,  $E_t^M$  el ajuste por variaciones del tipo de cambio y  $V_t^M$  otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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 ajustados<sup>3</sup>.

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 3.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan de operaciones.

Si  $T_t$  representa las operaciones en el trimestre  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del trimestre  $t$ , la tasa de crecimiento del trimestre  $t$  se calcula como:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

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

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

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

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación

<sup>4</sup> 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](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

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

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

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

#### RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacio-

nal. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y rentas, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de febrero de 2006.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página, en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

### PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

### ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que

entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de

las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## **DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN**

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona



del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona el euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la

sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públi-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

cas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». La emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

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

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de

acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como me-

dia ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

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

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

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese

momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## **PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO**

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a

las estadísticas a corto plazo<sup>3</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>4</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>5</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>6</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

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

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química,

de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

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

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

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

## FINANZAS PÚBLICAS

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

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>7</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>8</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

#### **OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR**

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE

en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>9</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2005), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), 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.

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

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

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

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

bre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.



# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



## 8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

## 5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

## 1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

## 3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

## 1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

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.

## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005



Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre noviembre del 2005 y enero del 2006. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.

«Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

«Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.

«Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.

«Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

«Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.

«Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.

«Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

«La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.

«Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.

«Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.

«El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.

«La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.

«Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

«La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.

«El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.

«Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

«Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.

«Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.

«El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.

«Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.

«Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.



## STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors», por el Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucci e I. Agur, diciembre 2005.
- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 539 «Inflation persistence and monetary policy design: an overview», por A. T. Levin y R. Moessner, noviembre 2005.
- 540 «Optimal discretionary policy and uncertainty about inflation persistence», por R. Moessner, noviembre 2005.
- 541 «Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, noviembre 2005.
- 542 «Liquidity and real equilibrium interest rates: a framework of analysis», por L. Stracca, noviembre 2005.
- 543 «Lending booms in the new EU Member States: will euro adoption matter?», por M. Brzoza-Brzezina, noviembre 2005.
- 544 «Forecasting the yield curve in a data-rich environment: a no-arbitrage factor-augmented VAR approach», por E. Mönch, noviembre 2005.
- 545 «Trade integration of central and eastern European countries: lessons from a gravity model», por M. Bussière, J. Fidrmuc y B. Schnatz, noviembre 2005.
- 546 «The natural real interest rate and the output gap in the euro area: a joint estimation», por J. Garnier y B.-R. Wilhelmsen, noviembre 2005.
- 547 «Bank finance versus bond finance: what explains the differences between the US and Europe?», por F. de Fiore y H. Uhlig, noviembre 2005.
- 548 «The link between interest rates and exchange rates: do contractionary depreciations make a difference?», por M. Sánchez, noviembre 2005.
- 549 «Eigenvalue filtering in VAR models with application to the Czech business cycle», por J. Beneš y D. Vávra, noviembre 2005.
- 550 «Underwriter competition and gross spreads in the eurobond market», por M. G. Kollo, noviembre 2005.
- 551 «Technological diversification», por M. Koren y S. Tenreyro, noviembre 2005.
- 552 «European Union enlargement and equity markets in accession countries», por T. Dvorak y R. Podpiera, noviembre 2005.
- 553 «Global bond portfolios and EMU», por P. R. Lane, noviembre 2005.
- 554 «Equilibrium and inefficiency in fixed rate tenders», por C. Ewerhart, N. Cassola y N. Valla, noviembre 2005.
- 555 «Near-rational exuberance», por J. Bullard, G. W. Evans y S. Honkapohja, noviembre 2005.
- 556 «The role of real wage rigidity and labour market frictions for unemployment and inflation dynamics», por K. Christoffel y T. Linzert, noviembre 2005.
- 557 «How should central banks communicate?», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, noviembre 2005.
- 558 «Ricardian fiscal regimes in the European Union», por A. Afonso, noviembre 2005.
- 559 «When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?», por B. Mojon, diciembre 2005.
- 560 «The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies», por A. Mehl y J. Reynaud, diciembre 2005.
- 561 «Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data», por H. Stahl, diciembre 2005.
- 562 «The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data», por F. Martins, diciembre 2005.
- 563 «Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence», por L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen y J. Vilmunen, diciembre 2005.
- 564 «Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb», por M. Diron y B. Mojon, diciembre 2005.
- 565 «The timing of central bank communication», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, diciembre 2005.
- 566 «Real versus financial frictions to capital investment», por N. Bayraktar, P. Sakellaris y P. Vermeulen, diciembre 2005.

- 567 «Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation», por M. Sánchez, diciembre 2005.
- 568 «Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis», por S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran and L. V. Smith, diciembre 2005.
- 569 «Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions», por F. González y S. Launonen, diciembre 2005.
- 570 «Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis», por L. Rinaldi y A. Sanchis-Arellano, enero 2006.
- 571 «Are emerging market currency crises predictable? A test», por T. A. Peltonen, enero 2006.
- 572 «Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data», por M. Kuismanen y L. Pistaferrri, enero 2006.
- 573 «Credit chains and the propagation of financial distress», por F. Boissay, enero 2006.
- 574 «Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union», por F. Buseti, L. Forni, A. Harvey y F. Venditti, enero 2006.
- 575 «Growth in euro area labour quality», G. Schwerdt y J. Turunen, enero 2006.
- 576 «Debt-stabilising fiscal rules», por P. Michel, L. von Thadden y J.-P. Vidal, enero 2006.
- 577 «Distortionary taxation, debt and the price level», por A. Schabert y L. von Thadden, enero 2006.
- 578 «Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, enero 2006.
- 579 «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», por J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano y M. Spolander, enero 2006.
- 580 «Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison», por C. K. Sørensen y T. Werner, enero 2006.
- 581 «Public sector efficiency: evidence for new EU Member States and emerging markets», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 2006.
- 582 «What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?», por F. O. Bilbiie, A. Meier y G. J. Müller, enero 2006.
- 583 «Back to square one: identification issues in DSGE models», por F. Canova y L. Sala.
- 584 «A new theory of forecasting», por S. Manganelli, enero 2006.

#### **OTRAS PUBLICACIONES**

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2003 figures», febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13

April 2005: In support of the current proposal to amendments to IAS 39 - The fair value option», abril 2005.  
«Euro money market study 2004», mayo 2005.  
«Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) - Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.  
«Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.  
«TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.  
«The New EU Member States: Convergence and stability», mayo 2005.  
«Financial stability review», junio 2005.  
«Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.  
«Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.  
«Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.  
«Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.  
«Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.  
«Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.  
«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005), (data for the period 1999-2003)», agosto 2005.  
«Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.  
«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales - Declaración», agosto 2005.  
«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.  
«Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles», agosto 2005.  
«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.  
«EU banking structures», octubre 2005.  
«EU banking sector stability», octubre 2005.  
«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.  
«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.  
«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2005.  
«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.  
«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005.  
«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation», diciembre 2005.  
«Financial stability review», diciembre 2005.  
«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.  
«The Eurosystem, the Union and beyond», diciembre 2005.  
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries - Addendum incorporating 2004 figures», enero 2006.  
«Date collection from credit institutions and other professional cash handler under the Framework for banknote recycling», enero 2006.  
«Euro Money Market Survey 2005», enero 2006.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«The current TARGET system», agosto 2005.

«TARGET2 - innovation and transformation», agosto 2005.

«The euro area at a glance», agosto 2005.





## 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](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado, han adoptado el euro como moneda única.