



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
MARZO

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL MARZO 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 marzo de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

- 1 Evolución reciente de la inflación en los nuevos Estados miembros de la UE y el efecto de la adhesión a la UE **12**
- 2 Revisión de las cuentas nacionales de China **15**
- 3 La reversión de los desplazamientos de cartera se reanuda en el cuarto trimestre del 2005 **19**
- 4 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 9 de noviembre de 2005 y el 7 de febrero de 2006 **32**
- 5 Factores determinantes de la reciente disociación de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos **40**
- 6 Evolución y características de los préstamos de las instituciones financieras no monetarias a los hogares **51**
- 7 Nuevas prácticas de compilación y publicación del IAPC de la zona del euro **55**
- 8 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **66**
- 9 Proyecciones del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público **72**

5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
9	CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
18	EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)	III
54		
61		
69		
76	DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005	VII
	GLOSARIO	XIII

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 marzo de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos, hasta el 2,50%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se incrementaron, asimismo, en 25 puntos básicos, situándose, respectivamente, en el 3,50% y el 1,50%. De conformidad con las modificaciones introducidas en el marco de política monetaria del BCE en marzo del 2004, estas decisiones entraron en vigor al inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas, el 8 de marzo de 2006.

La decisión del Consejo de Gobierno de incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos refleja los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados tanto en el contexto del análisis económico como del análisis monetario. El ajuste de los tipos de interés contribuirá a garantizar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, lo que constituye un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Los tipos de interés siguen situados en unos niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, y la política monetaria mantiene un carácter acomodaticio. Aunque la orientación descrita de la política monetaria refleja la evaluación actual de la misma, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran representar riesgos para la estabilidad de precios.

Comenzando con el análisis económico, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,3% en el cuarto trimestre del 2005, tasa considerablemente inferior a la elevada cifra del 0,6% registrada en el trimestre precedente. No obstante, al margen de la volatilidad a corto plazo, teniendo en cuenta los últimos indicadores económicos y la información de las encuestas más recientes, los datos empíricos sugieren que la actividad económica está recuperándose. En

consecuencia, debería observarse a corto plazo un aumento de las tasas de crecimiento, como señalan asimismo las estimaciones basadas en diversos indicadores económicos.

A más largo plazo, siguen dándose las condiciones para la continuación de la expansión económica en la zona del euro. La situación del entorno exterior continúa siendo favorable, lo que constituye un respaldo para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión mantenga su vigor, beneficiándose del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de los balances empresariales y de la mejora de los beneficios y de la eficiencia de las empresas. 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.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en marzo han aportado un elemento adicional al análisis sobre las perspectivas de la actividad económica. Dichas proyecciones estiman que la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007. Estos resultados representan una ligera revisión al alza en comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2005, lo que refleja, principalmente, una cierta mejora de las perspectivas para la inversión privada a lo largo del horizonte temporal considerado. Las últimas previsiones publicadas por organismos internacionales e instituciones privadas ofrecen un panorama muy similar. En la opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos a la baja para estas perspectivas del crecimiento están relacionados fundamentalmente con la evolución de los precios del petróleo y con los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,3% en febrero del 2006, frente al 2,4% registrado en enero. A corto plazo, es probable que las tasas de inflación se mantengan por

encima del 2%, y los valores concretos dependerán en gran medida de la evolución futura de los precios energéticos, que han mostrado una cierta volatilidad. A más largo plazo, se espera que las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados incidan significativamente sobre la inflación en el 2006 y en el 2007, y también es previsible un impacto al alza debido a los efectos indirectos derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la evolución de los salarios en la zona del euro ha seguido siendo moderada en los últimos meses; el supuesto adoptado por el Consejo de Gobierno es que dicha dinámica continuará, debido, en gran medida, a la intensidad de las presiones de la competencia mundial, sobre todo en el sector manufacturero. La moderación de las tendencias salariales ha contribuido a limitar las presiones inflacionistas internas, a pesar de los fuertes incrementos de los precios del petróleo. Por tanto, mirando al futuro, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades a este respecto, incluso en el contexto de un entorno económico más favorable.

Las proyecciones de los expertos del BCE de marzo han aportado un elemento adicional para la evaluación de las perspectivas referidas a la evolución de los precios. Se estima que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2007. Frente a las proyecciones de los expertos del Euro-sistema publicadas en diciembre del 2005, estos intervalos representan una ligera revisión al alza del perfil de la inflación medida por el IAPC de los próximos años, a consecuencia, fundamentalmente, del incremento incorporado en el supuesto sobre los precios futuros del petróleo, de acuerdo con las expectativas del mercado.

Los riesgos para las expectativas referidas a la evolución de los precios siguen apuntando al alza e incluyen subidas adicionales de los precios del petróleo, una transmisión de dichas subidas a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, lo que es más im-

portante, un dinamismo de la evolución de precios y salarios mayor de lo esperado, como consecuencia de los efectos secundarios derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo.

En lo que respecta al análisis monetario, el Consejo de Gobierno realizó de nuevo una evaluación exhaustiva de la evolución monetaria. La tasa de crecimiento anual de M3 sigue siendo elevada, a pesar de que existen indicaciones de que se ha reanudado el proceso de reversión de las posiciones derivadas de los anteriores desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios, lo que ejerce un efecto moderador en las cifras de crecimiento de M3. Al margen de los efectos a corto plazo generados por esta evolución de las posiciones de cartera, la tasa tendencial de la expansión monetaria sigue siendo alta, como reflejo del estímulo que supone el reducido nivel de los tipos de interés. Por otra parte, la tasa de expansión interanual del crédito concedido al sector privado ha seguido creciendo durante los últimos meses, y los préstamos concedidos a hogares —en particular los destinados a la adquisición de vivienda— y a sociedades no financieras han mostrado un crecimiento considerable. En conjunto, la intensidad del crecimiento monetario y del crédito, en un contexto de abundancia de liquidez en la zona del euro, apunta a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, se proyecta que las tasas anuales de inflación se mantengan en niveles elevados en el 2006 y en el 2007, y el análisis económico indica que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo continúan al alza. Teniendo en cuenta la fortaleza del crecimiento monetario y la holgada situación de liquidez, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios. De aquí que resultase necesario efectuar un ajuste de los tipos de interés. Actuando en el momento oportuno, el Consejo de Gobierno está contribuyendo a mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios y, con ello, continúa favoreciendo la sostenibilidad del crecimiento

económico y la creación de empleo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios lleguen a materializarse.

En cuanto a las políticas fiscales, si bien diversos países tienen previsto mantener o alcanzar posiciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit en el horizonte temporal de sus programas de estabilidad, el progreso hacia el saneamiento de las finanzas públicas en el conjunto de la zona del euro sigue siendo lento. Varios países siguen presentando desequilibrios notables y en algunos de ellos los esfuerzos de saneamiento apenas alcanzan el mínimo requerido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado, a pesar de la mejora de las perspectivas de crecimiento. Asimismo, los costes fiscales asociados al envejecimiento de la población ensombrecen las perspectivas a largo plazo de las finanzas públicas de la mayoría de los países de la zona del euro. Por tanto, resulta indispensable que los países se propongan con mayor determinación el saneamiento de sus finanzas, e introduzcan las medidas concretas y efectivas requeridas. Estos esfuerzos de consolidación cristalizarán más fácilmente si están integrados en un programa global de reformas que incorpore los preparativos adecuados para afrontar los retos presupuestarios a largo plazo. Esta estrategia incrementará la credibilidad del Pacto reformado y creará confianza en un marco fiscal firme y favorable al crecimiento.

Las consecuencias más amplias del envejecimiento de la población reclaman asimismo la atención de otros ámbitos de la política económica. La puesta en práctica de reformas estructurales de gran alcance en los mercados de trabajo y de productos, así como la creación de un entorno competitivo y favorable para las empresas, son esenciales para respaldar el potencial de crecimiento e incrementar las tasas de empleo a medida que los efectos demográficos se hagan sentir. La conclusión del proceso de establecimiento del mercado interno de la UE, incluido el mercado de los servicios, debería ser una prioridad absoluta. Del lado de la oferta de trabajo, la reforma del régimen impositivo y del sistema de prestaciones sociales es indispensable a fin de aumentar los incentivos para permanecer o entrar en el mercado de trabajo. Del lado de la demanda de trabajo, es necesario promover la flexibilidad de los salarios y afrontar las rigideces del mercado laboral. Asimismo, la mejora de la educación y la formación es importante a fin de optimizar el capital humano. En la próxima reunión del Consejo Europeo prevista para los días 23 y 24 de marzo del 2006, se analizarán los progresos logrados en relación con la estrategia de Lisboa, que fue relanzada el año pasado. El Consejo de Gobierno respalda decididamente las iniciativas adoptadas por la Comisión Europea y el Consejo Europeo a fin de reavivar el proceso de reformas. La puesta en práctica del conjunto de reformas necesarias es fundamental para el satisfactorio funcionamiento a largo plazo de la Unión Europea en el plano económico.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

A finales del 2005, la economía mundial proseguía su expansión a un ritmo relativamente vigoroso, con un aumento del crecimiento económico en Japón y una contracción, al menos transitoria, en Estados Unidos. Las presiones inflacionistas continuaron estando, en general, bien contenidas en la mayoría de los países. En conjunto, las perspectivas del entorno exterior, y por consiguiente de la demanda exterior de la zona del euro, siguen siendo positivas. La sólida situación de las condiciones de financiación, unida a las mejoras estructurales de la situación patrimonial de las empresas en varios países debería respaldar la inversión privada.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A finales del 2005 la economía mundial proseguía su expansión a un ritmo relativamente vigoroso. En el último trimestre del año, el crecimiento del PIB aumentó visiblemente en Japón, pero se redujo en Estados Unidos. Los datos más recientes sobre la actividad económica mundial a principios del 2006 sugieren que ésta ha seguido siendo bastante dinámica y que es probable que se produzca una cierta reactivación en Estados Unidos. Las presiones inflacionistas han continuado estando bastante bien contenidas en la mayoría de los países. La inflación general, medida por los precios de consumo, se moderó ligeramente en muchos países a finales del 2005, en parte como consecuencia del descenso de los precios del crudo. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,7% en diciembre, frente al 3,3% observado en septiembre (gráfico 1). Para el conjunto del año, la inflación medida por el IPC, se situó en el 2,7% en 2005, frente al 2,4% registrado en el 2004. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación se mantuvo estable en el 1,9% en el 2005.

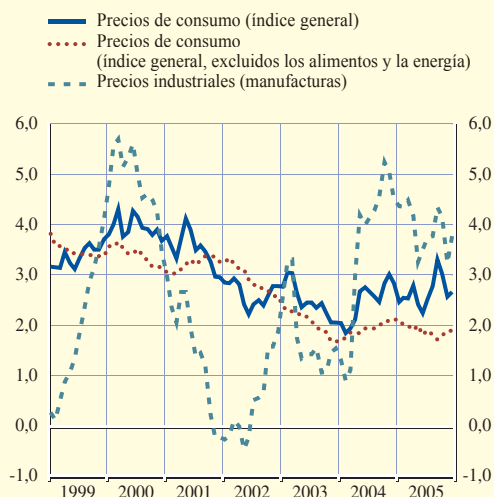
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB experimentó una notable desaceleración en el cuarto trimestre del 2005. No obstante, los datos más recientes indican que la actividad económica ha retornado a una trayectoria de solidez a principios del año en curso. Las significativas mejoras en el empleo y la tendencia a la baja de las solicitudes de prestaciones por desempleo indican que la situación del mercado de trabajo está mejorando de forma sostenida. Tras una considerable desaceleración en el último trimestre del 2005, el crecimiento del gasto en consumo privado parece haber repuntado en enero. El gasto en inversión empresarial sigue siendo elevado, como lo demuestran el acusado aumento que han registrado recientemente los pedidos y los envíos de bienes de equipo y el positivo clima empresarial.

La inflación interanual aumentó hasta el 4% en enero del 2006, debido a la subida de los precios de la energía, mientras que la inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos se redujo ligeramente hasta el 2,1%. Las perspectivas de la actividad económica siguen siendo favorables, ya que la mejora de la situación del empleo probablemente incidirá de forma positiva en el gasto de los

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

hogares. De la misma manera, se prevé que la inversión empresarial, respaldada por la elevada rentabilidad de las empresas y el todavía sólido impulso de la demanda agregada, continúe siendo sólida. No obstante, persisten al mismo tiempo varios riesgos a la baja para el crecimiento del PIB, exacerbados posiblemente por el nuevo aumento del déficit exterior en diciembre. Las expectativas de inflación a largo plazo siguen estando bien ancladas, aunque la mayor utilización de los recursos y los elevados precios de la energía continúan representando riesgos al alza para los precios. Según las proyecciones de la tendencia del crecimiento contenidas en el informe semestral sobre política monetaria de la Reserva Federal, se prevé que el crecimiento del PIB real se situará en torno al 3,5% en el 2006 y entre el 3% y el 3,5% en el 2007.

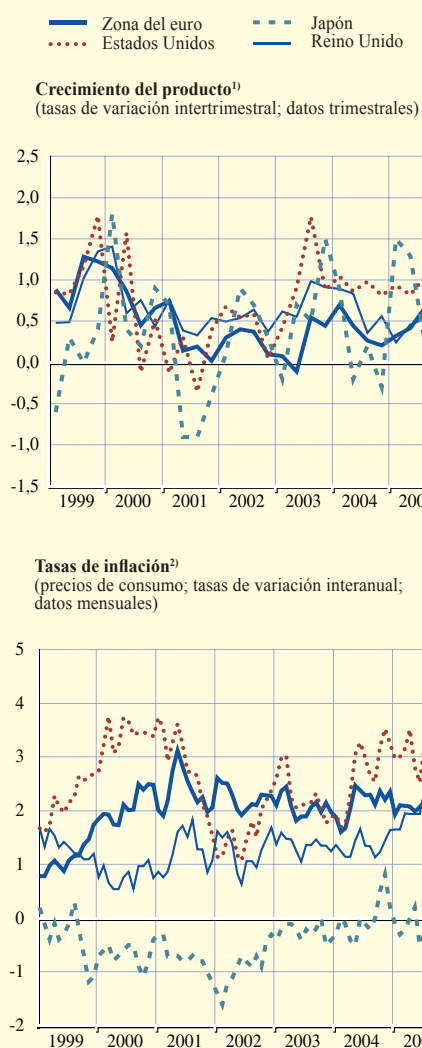
JAPÓN

En Japón la actividad económica ha experimentado recientemente una aceleración, mientras que la deflación, medida por los precios de consumo, continúa reduciéndose. Según las primeras estimaciones, el PIB real registró un sólido crecimiento en el cuarto trimestre del 2005, que se cifró en un 1,4% en tasa intertrimestral. Este crecimiento del PIB real ha sido bastante generalizado, en términos de demanda interna privada y demanda exterior neta, mientras que la contribución del sector público fue nula. La inversión y el consumo privados volvieron a ser los principales factores determinantes de la recuperación en curso, que cuenta además con el respaldo de la reactivación de las exportaciones.

En el 2005, el PIB real se incrementó un 2,8%, repuntando así tras haber registrado aumentos del 2,3% y del 1,8%, en el 2004 y el 2003, respectivamente. Así pues, en el 2005 la economía japonesa creció por encima de la tasa potencial por tercer año consecutivo. De cara al futuro, las perspectivas de la economía son favorables en la medida en que se prevé que el país coseche los frutos de anteriores ajustes estructurales en los mercados de trabajo y en los sectores empresarial y bancario, así como del renovado dinamismo del comercio regional.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en diciembre la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos siguió siendo ligeramente positiva (+0,1%) por segundo mes consecutivo. La tasa de variación interanual de los precios industriales —medida por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas— volvió a aumentar hasta el 2,7% en enero del

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.

2006 como resultado del incremento de los precios de los productos básicos y de las materias primas industriales.

En la reunión celebrada el 9 de febrero 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 a 35 billones de yenes. Al mismo tiempo reiteró que, cuando se estime que 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, se registró una moderada recuperación del crecimiento económico en el último trimestre del 2005. De acuerdo con los primeros datos publicados, el PIB real creció un 0,6% en tasa intertrimestral, impulsado principalmente por el consumo privado. Se redujo la inversión y se ralentizó el crecimiento de las importaciones. Dado que las exportaciones crecieron a un ritmo sostenido, la contribución de la demanda exterior neta al PIB fue positiva. La situación del mercado de trabajo parece haber empeorado un poco últimamente, ya que ha aumentado el desempleo y se han moderado los salarios medios (excluidos los componentes salariales variables).

De cara al futuro, la recuperación podría perder algo de impulso en el primer semestre del 2006, aunque, en general, se prevé que el crecimiento del PIB en este año sea más sólido que en el 2005. En enero del 2006, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,9%, es decir, sin variación respecto a diciembre. Aunque los precios del transporte experimentaron una notable subida, bajaron casi todos los demás componentes del IAPC. Según el índice Halifax, los precios de la vivienda bajaron un 0,4% en tasa intermensual en enero, lo que se tradujo en una subida interanual del 5,1%. El número de préstamos aprobados para adquisición de vivienda aumentó considerablemente en diciembre del 2005.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro el crecimiento del producto aumentó o siguió siendo vigoroso hacia finales del 2005. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC se moderó al atenuarse las presiones sobre los precios de la energía. Los cambios en los precios administrados registrados en varios países influyeron en la evolución del IAPC en enero del 2006.

En Dinamarca y Suecia, los indicadores a corto plazo correspondientes al cuarto trimestre del 2005 sugieren que la actividad económica siguió siendo favorable, tras un fortalecimiento del crecimiento del PIB en ambos países en el tercer trimestre. Tanto en Dinamarca como en Suecia, el repunte de la actividad económica parece haber tenido su origen en factores internos y externos. En comparación con el mes anterior, la inflación medida por el IAPC se moderó en enero en ambos países (hasta el 2% en Dinamarca y hasta el 1,1% en Suecia). La intensa competencia en el sector minorista, la discreta evolución de los salarios y el fuerte aumento de la productividad ayudaron a contener el incremento de la inflación.

En los Estados miembros que se incorporaron a la UE en el año 2004, el panorama económico siguió siendo, en general, muy positivo, y tanto la demanda interna como la demanda exterior neta contribuyeron significativamente al crecimiento. La actividad económica fue muy dinámica en algunas economías de Europa central, especialmente en Eslovaquia, que registró una tasa de crecimiento interanual del PIB del 7,5% en el cuarto trimestre del 2005. El crecimiento económico también siguió siendo muy dinámico en los Estados bálticos. La inflación, medida por el IAPC, fue relativamente alta en estos países, estimulada por el auge de la demanda interna y por los aumentos de los precios de la energía (véase recuadro 1).

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN EN LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE Y EL EFECTO DE LA ADHESIÓN A LA UE

En este recuadro se describen de forma sucinta los principales factores que han influido en la evolución reciente de la inflación en los nuevos Estados miembros de la UE. Antes de la adhesión, la inflación se redujo considerablemente en estos países. En el año 2003, su inflación media ponderada, medida por el IAPC, alcanzó un mínimo del 1,9%, frente al 2,1% de la zona del euro (véase cuadro). No obstante, coincidiendo con la adhesión, las presiones inflacionistas experimentaron un rápido repunte en el primer semestre del 2004, llegando hasta el 4,8% en el tercer trimestre. A partir de entonces, la inflación comenzó a moderarse gradualmente en la mayoría de los países, debido también a un efecto base a la baja sobre las tasas de inflación interanuales, a medida que se atenuó el impacto inflacionista de la adhesión a la UE, y se situó, en promedio, en un 2,2% en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2005.

Sin embargo, en los tres últimos años, la evolución de la inflación varió notablemente de un país a otro. Algunos de los que registraron tasas de inflación relativamente elevadas en el 2003, como Chipre, Hungría, Eslovenia y Eslovaquia, las redujeron de forma significativa a finales del 2005. Otros países, como la República Checa y Polonia, que partían de niveles más bajos de inflación en el 2003, experimentaron un repunte en el 2004, para volver a niveles más moderados a lo largo del 2005. En los países bálticos, la inflación aumentó considerablemente en el 2004 partiendo de un nivel relativamente bajo, o incluso con tasas negativas en el caso de Lituania, y continuó incrementándose durante el 2005. En general, la evolución de la inflación en los nuevos Estados miembros tendió a ser más bien volátil, debido, entre otras cosas, al elevado porcentaje que representan los precios de los alimentos en la cesta de consumo del IAPC, a la fuerte dependencia del petróleo y a las modificaciones frecuentes de los impuestos indirectos y los precios administrados.

La evolución reciente de la inflación en los nuevos Estados miembros ha estado influida, principalmente, por tres factores: la adhesión a la UE, el fuerte aumento de los precios internacionales del crudo y la evolución del ciclo económico. En el contexto de la adhesión a la UE, y debido a las exigencias del mercado único de la Unión, algunos países tuvieron que incrementar los impuestos indi-

Inflación medida por el IAPC en los nuevos Estados miembros de la UE

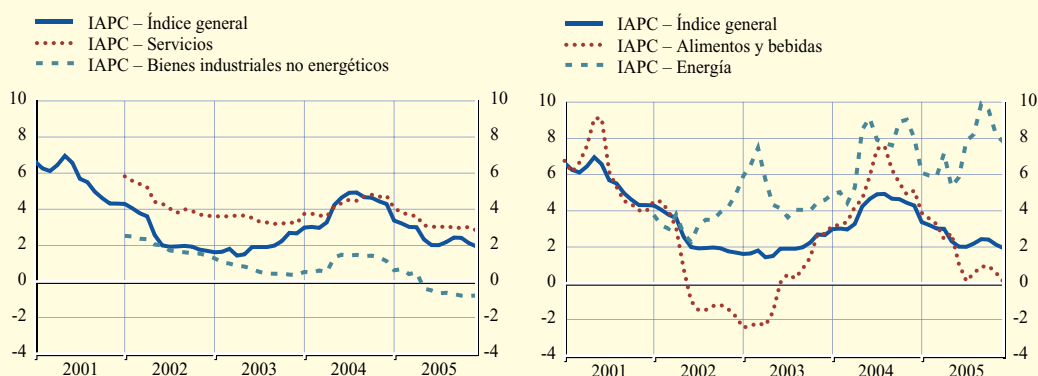
(tasas de variación interanual)

	2001	2002	2003	2004	2005	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
República Checa	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	3,0	2,7	1,4	1,2	1,6	2,2
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	0,6	3,2	3,9	4,4	4,5	3,6	4,3	4,0
Chipre	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	1,0	1,2	2,5	2,8	2,5	2,1	1,7	1,9
Letonia	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	4,3	5,8	7,4	7,2	6,7	6,7	6,7	7,5
Lituania	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	-1,1	0,5	2,3	3,0	3,1	2,4	2,2	3,0
Hungría	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	6,8	7,4	7,0	5,9	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,5	3,3	3,0	2,2	2,3	2,2	2,1	3,6
Polonia	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,8	3,4	4,7	4,5	3,6	2,2	1,7	1,2
Eslovenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	3,7	3,8	3,6	3,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Eslovaquia	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	8,2	8,1	7,4	6,2	2,8	2,6	2,2	3,7
Media ponderada UE10	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,0	4,0	4,8	4,5	3,2	2,4	2,2	2,2
Media sin ponderar UE10	4,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,0	3,9	4,5	4,2	3,3	2,9	2,8	3,3
Desviación típica UE10	2,7	2,0	2,9	2,2	1,5	2,8	2,5	2,0	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7
Zona del euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3

Fuente: Eurostat.

Inflación medida por el IAPC y algunos subíndices correspondientes a los nuevos Estados miembros de la UE

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Todos los índices están ponderados. Para los subagregados del IAPC ponderado correspondiente a servicios, bienes industriales no energéticos y energía solo hay datos disponibles a partir de enero del 2002.

rectos y los precios administrados. En el periodo previo a la introducción de estos ajustes se observó un aumento de la demanda de diversos productos, lo que produjo un nuevo efecto al alza sobre los precios. Además, los precios de los alimentos experimentaron una fuerte aceleración en el primer semestre del 2004 en los nuevos Estados miembros (véase gráfico), debido en gran medida a su participación en la Política Agrícola Común a partir de mayo del 2005. Como resultado de la eliminación de las barreras comerciales que aún quedaban y de que el nivel de precios de muchos productos alimenticios era más bajo en estos países, aumentó la demanda de exportaciones de estos productos dentro de la UE, lo que contribuyó también a elevar los precios.

Además, el aumento de los precios del crudo desde mediados del 2003 desencadenó cierta presión al alza en la inflación en todos los nuevos Estados miembros, dado que la ponderación de las partidas relacionadas con la energía en las respectivas cestas de consumo del IAPC es relativamente alta (en promedio, alrededor del 14,7% en el 2005, frente al 8,5% de la zona del euro). Con todo, el impacto inflacionista varió considerablemente entre los nuevos Estados miembros, debido en parte a las diferencias en las pautas de consumo y a la distinta intensidad de uso de la energía en la producción, así como a la existencia de contratos a largo plazo para el suministro de energía en algunos países. Además, el traslado de las subidas de los precios del crudo a la inflación medida por el IAPC se vio amortiguado, en algunos países, por la reducción de los impuestos específicos y la política regulatoria de precios de los órganos responsables de fijar los precios de la energía para los consumidores (electricidad, gas).

La evolución del ciclo económico también ha desempeñado un papel importante a la hora de explicar la evolución de la inflación en los nuevos Estados miembros en los últimos años. El robusto crecimiento de la demanda, la eliminación de las brechas de producción negativas y la aceleración del crecimiento de los salarios han contribuido a intensificar las presiones inflacionistas en varios países.

Todas estas presiones al alza sobre la inflación se contrarrestaron, en parte, con algunos efectos a la baja sobre los precios, que tuvieron relación, en particular, con la mayor competitividad de las importaciones de bienes industriales (como el vestido y los electrodomésticos) y las reformas de la reglamentación en industrias como las telecomunicaciones, esto último relacionado también en parte con la adhesión a la UE. Además, en algunos países, entre otros, la República Checa, Hungría, Polo-

nia y Eslovaquia, las presiones inflacionistas se compensaron en parte con la apreciación de sus respectivas monedas frente al euro.

En resumen, los efectos que sobre los precios ha tenido la adhesión a la UE, junto con el acusado aumento de los precios internacionales de la energía, dieron lugar a un fuerte repunte de la inflación en la mayoría de los nuevos Estados miembros en el 2004. Durante el 2005 parece que varios países lograron evitar o limitar los posibles efectos de segunda ronda derivados de las perturbaciones inflacionistas. No obstante, se requiere prudencia en aquellos países en los que la inflación siguió siendo elevada o aumentó aún más en el 2005, para evitar caer en un período más prolongado de presiones inflacionistas.

En las tres economías más grandes de Europa central (Polonia, la República Checa y Hungría) el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el último trimestre del 2005. En los tres países, la expansión de la producción industrial continuó siendo dinámica, respaldada principalmente por las exportaciones. Además, se aceleró el crecimiento de las ventas del comercio al por menor, de lo que se deduce que el consumo privado siguió siendo intenso. La evolución de la inflación varió de una economía a otra. Mientras que, en la República Checa, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó al 2,4%, se mantuvo bastante estable en el 0,9% en Polonia y bajó hasta el 2,5% en Hungría. Los cambios introducidos en los precios administrados y en los impuestos indirectos parecen haber afectado a las cifras de inflación del mes de enero en varios países. En Hungría, por ejemplo, la inflación interanual medida por el IAPC descendió principalmente como consecuencia de una reducción de la tasa más alta del IVA (del 25% al 20%). Este efecto contrarrestó con creces el impacto de una subida de los precios de los alimentos por encima de la media.

Por lo que respecta a los países europeos no pertenecientes a la UE, en Suiza la actividad económica se fortaleció en el segundo semestre del 2005. Si bien las exportaciones han seguido siendo hasta ahora uno de los principales factores determinantes del crecimiento, la demanda interna parece ir mejorando progresivamente. Los datos de las encuestas más recientes indican que la actividad se ha afianzado aún más. La inflación interanual fue del 1,3% en enero, frente al 1% registrado en diciembre.

En Rusia, el crecimiento del PIB aumentó hasta el 7%, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2005. Si bien los elevados precios del crudo siguen respaldando la actividad económica, la vigorosa expansión está siendo impulsada progresivamente por la demanda interna. La producción industrial aumentó un 4,4%, en tasa interanual, en enero del 2006. La inflación interanual medida por el IPC, aunque últimamente ha seguido una trayectoria gradualmente descendente, se mantuvo en niveles altos (10,7% en tasa interanual) en enero.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia la actividad siguió aumentando a un ritmo vigoroso a principios del 2006. La demanda interna registró un crecimiento más sólido en varias economías de la región a pesar de los elevados precios del crudo y de la aplicación de una política monetaria más restrictiva en la mayoría de las grandes economías con la excepción de China. En los últimos meses, las presiones inflacionistas fueron más bien moderadas en la región, aunque en varias economías del sudeste asiático todavía no se ha materializado totalmente el traslado de la reducción de las subvenciones a los combustibles introducida el pasado año.

La economía china siguió registrando una rápida expansión. Si bien el crecimiento de las exportaciones perdió impulso en el último trimestre del 2005 y se redujo la contribución de la demanda exterior neta

al crecimiento del PIB, se aceleró la demanda interna. Teniendo en cuenta las recientes revisiones de los datos del PIB (véase el recuadro 2), según estimaciones provisionales el crecimiento del PIB fue del 9,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2005, prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior. La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 1,9% en enero del 2006 desde el 1,6% registrado un mes antes. En conjunto, las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas, también como resultado de los aumentos del exceso de capacidad productiva en varios sectores como la siderurgia y el automóvil. A su vez, el exceso de inversión en esos sectores plantea algunos riesgos potenciales para la economía. En Corea del Sur, el crecimiento del PIB aumentó hasta el 5,2%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2005, tras situarse en el 4,5% en el trimestre anterior.

Las perspectivas económicas de la región en su conjunto siguen siendo favorables y se apoyan en el firme crecimiento de la demanda interna y en un entorno en general favorable para el comercio exterior. En particular, es probable que el sólido crecimiento que registra China respalde las exportaciones y la actividad económica en la región, aunque los elevados precios del crudo siguen representando un riesgo importante.

Recuadro 2

REVISIÓN DE LAS CUENTAS NACIONALES DE CHINA

El Instituto Nacional de Estadística de China ha publicado recientemente los datos revisados de la contabilidad nacional, tras concluir el Censo Económico del 2004, la primera encuesta económica de ámbito nacional realizada en este país. Los nuevos datos incluyen una revisión al alza del nivel del PIB nominal en el 2004 de casi un 17%, así como el ajuste de los datos históricos de crecimiento anual del PIB real desde 1993, con un incremento medio por año de 0,5 puntos porcentuales.

Las revisiones fueron motivadas, casi en su totalidad, por los cambios en la medición del sector servicios que, de acuerdo con las últimas estimaciones, es casi un 50% mayor de lo que se creía. Basándose en los nuevos datos, dicho sector representa ahora el 40,7% del PIB del 2004, en comparación con el 31,9% de las estimaciones anteriores, mientras que la importancia del sector industrial se ha reducido del 53% hasta el 46%, aproximadamente (véase cuadro).

Revisiones de los datos del PIB de China

(porcentaje del PIB en el 2004)

	Datos antiguos	Datos revisados	Diferencia
Agricultura	15,2	13,1	-2,1
Industria, incluida construcción	52,9	46,2	-6,7
Servicios	31,9	40,7	8,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística de China.

Si bien los datos publicados hasta ahora sólo se centran en la estimación del PIB desde la óptica de la producción, se prevé que la mayoría de las revisiones dentro de la perspectiva de gasto correspondan al consumo y que se reduzcan ligeramente la inversión y la tasa de ahorro de China.

A juzgar por los datos revisados y por las primeras estimaciones del PIB para el año 2005, China se ha convertido en la cuarta economía más grande del mundo en términos de tipos de cambio de mercado, lo cual es coherente con otros indicadores del tamaño de esta economía como el comercio exterior, capítulo éste en el que China ocupa ya el tercer puesto mundial.

En conjunto, las nuevas estadísticas revelan una economía mayor y con una estructura más equilibrada de lo que se pensaba. Al no preverse la revisión de los datos de comercio exterior, la contribución

de la demanda exterior neta al crecimiento se habrá reducido, de lo que se deduce que la economía china depende en menor medida de la demanda exterior como motor del crecimiento.

El mayor peso de la demanda interna en los datos revisados ha provocado que muchos analistas revisen al alza sus proyecciones de crecimiento para el 2006 en 0,5 puntos porcentuales en promedio hasta el 9%, aproximadamente. No obstante, las revisiones de los datos no modifican la posición exterior de China como un país con un importante superávit por cuenta corriente y una gran discrepancia entre ahorro e inversión.

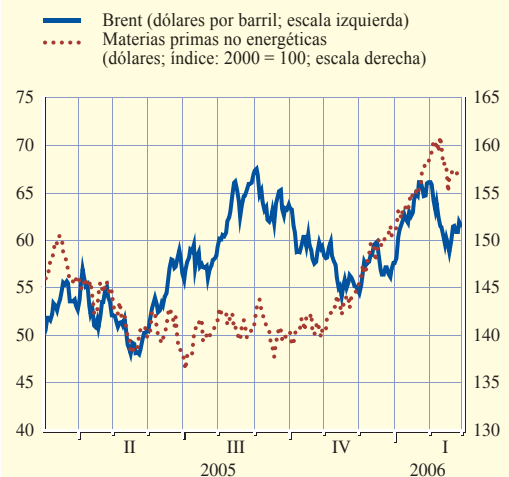
AMÉRICA LATINA

En América Latina, los indicadores más recientes sugieren que la actividad económica está cobrando impulso en Brasil y México, gracias en parte a la aplicación de una política monetaria menos restrictiva en los últimos meses, y que sigue siendo dinámica en Argentina. En Brasil, la producción industrial aumentó un 3,2% en tasa interanual en diciembre del 2005. La inflación interanual, que se situó en un 5,7% en enero del 2006, se mantuvo prácticamente estable con respecto a diciembre del 2005. En México, la producción industrial creció a una tasa interanual del 2,7% en comparación con el año anterior en diciembre. Si bien esta cifra se sitúa en el extremo más bajo de las expectativas de los mercados, otros indicadores a corto plazo (por ejemplo, en el comercio exterior) apuntan a una mejora de las perspectivas en un futuro cercano. En enero del 2006, la inflación interanual aumentó hasta el 3,9% desde el 3,3% registrado un mes antes, mientras que la inflación subyacente se redujo ligeramente. En Argentina, la actividad industrial continuó siendo vigorosa, con una tasa de crecimiento interanual del 7,9% en diciembre del 2005. Sin embargo, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas y la inflación medida por el IPC ascendió al 12,3% en enero del 2006. En una situación en la que se mantiene el favorable entorno exterior y se prevé una recuperación de la demanda interna en Brasil y México, las perspectivas económicas del conjunto de la región siguen siendo positivas a corto plazo.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del crudo han experimentado grandes fluctuaciones en los últimos meses. Registraron una nueva escalada en diciembre y enero y, a finales de enero, el precio del barril de Brent se aproximó al máximo histórico observado en septiembre del 2005, impulsado por una mayor tensión en las variables fundamentales del mercado de petróleo y un agravamiento de la situación geopolítica. Tras varios meses de aumento del suministro, la producción mundial de crudo se redujo en 0,5 millones de barriles al día en enero, al verse afectado el abastecimiento por las condiciones climáticas y por problemas logísticos. De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda mundial de crudo repunte con respecto a los niveles relativamente bajos registrados en el cuarto trimestre del 2005. Sin embargo, en febrero, los precios experimentaron un ligero retroceso,

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

principalmente como resultado de la acumulación de existencias en Estados Unidos. Con todo, el 1 de marzo, se situaban en 61,3 dólares el barril, es decir, un 5% más altos que a comienzos de este año.

El entorno geopolítico sigue siendo un factor importante que afecta a los precios del crudo, en la medida en que a los participantes en el mercado les inquieta la seguridad de los futuros suministros. La incertidumbre que rodea a los precios del crudo en el corto plazo sigue siendo considerable, como lo demuestra la distribución implícita de las opciones sobre petróleo que —con un intervalo de confianza del 90%— podrían oscilar entre unos 40 y unos 90 dólares estadounidenses el barril en diciembre del 2006.

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 febrero aproximadamente un 13% por encima del nivel observado un año antes.

I.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 solidez de los beneficios y las favorables condiciones de financiación, unidas a la mejora estructural de la situación patrimonial de las empresas en varios países deberían tener un efecto beneficioso especialmente sobre el 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 registró en diciembre el octavo aumento consecutivo. Los incrementos fueron particularmente pronunciados en los países de América del Norte. Aunque los precios del crudo bajaron en febrero, continúan siendo una de las principales causas de riesgo para las perspectivas mundiales. Además, la persistencia de desequilibrios económicos a escala internacional sigue planteando un riesgo importante para la economía mundial.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento monetario se moderó ligeramente en el cuarto trimestre del 2005, aunque continuó en niveles elevados, antes de aumentar levemente en enero del 2006. Desde mediados del 2004, los reducidos tipos de interés han sido el principal factor impulsor de la evolución monetaria, lo que quedó reflejado en los componentes del balance de las IFM, concretamente, en el dinamismo de los instrumentos más líquidos de M3 incluidos en M1, y en las contrapartidas, en la nueva expansión del crecimiento de los préstamos al sector privado. Al mismo tiempo, durante el cuarto trimestre del 2005 y, de manera más contenida, en enero del 2006, persistieron los signos de reanudación de la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera detectados por primera vez en octubre. En general, los datos monetarios siguen apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a más largo plazo.

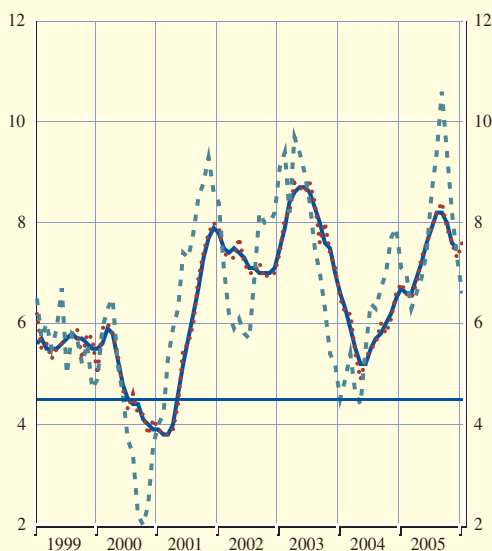
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En los últimos meses, el crecimiento monetario se ha moderado ligeramente, aunque se ha mantenido en niveles elevados. En el cuarto trimestre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 7,8%, desde el 8% del trimestre precedente. No obstante, la evolución de enero del 2006 muestra que la tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 7,6%, desde el 7,3% de diciembre del 2005, lo que apunta a cierto cambio de sentido de la moderación observada en el cuarto trimestre. La media móvil de tres meses centrada de las tasas de crecimiento interanual de M3 en el período compren-

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%)

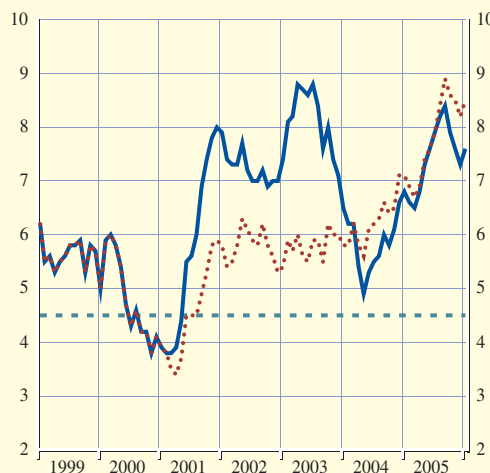


Fuente: BCE.

Gráfico 5 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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

- M3 oficial
- M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera¹⁾
- - - Valor de referencia (4,5%)



Fuente: BCE.

1) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004. Para conocer la evolución reciente, véase el recuadro titulado «La reversión de los desplazamientos de cartera se reanuda en el cuarto trimestre del 2005».

dido entre noviembre del 2005 y enero del 2006 se situó en el 7,5%, frente al 7,6% correspondiente al período transcurrido entre octubre y diciembre del 2005 (véase gráfico 4).

Los bajos tipos de interés vigentes, que conllevan un reducido coste de oportunidad de mantener dinero, siguen siendo el principal factor impulsor del crecimiento monetario. Esta opinión queda confirmada por la persistente y muy destacada contribución a la tasa de crecimiento interanual de M3 de la expansión de sus componentes más líquidos, incluidos en el agregado monetario estrecho M1. El actual aumento del crecimiento de los préstamos al sector privado también proporciona evidencia a este respecto.

Al mismo tiempo, los signos de reanudación de la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera, detectados por primera vez en octubre, persistieron durante el cuarto trimestre del 2005 y, aunque con mayor moderación, en enero del 2006. Esta reversión tiende a frenar el crecimiento general de M3, y es posible que lleve a que no refleje adecuadamente la tasa de expansión monetaria subyacente (para conocer la evolución reciente en lo que respecta a la cuantificación del impacto de los desplazamientos de cartera en la oferta monetaria, véase el recuadro 3). Esta opinión queda patente en la tasa de crecimiento de la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, que actualmente es superior a la tasa de crecimiento interanual de la serie de M3 oficial (véase gráfico 5). Sin embargo, cabe observar que, dada la incertidumbre a la que inevitablemente está sujeta la estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera, se ha de actuar con cautela al interpretar esta medida corregida.

Recuadro 3

LA REVERSIÓN DE LOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA SE REANUDA EN EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2005

Tanto el crecimiento monetario como la inflación muestran una considerable volatilidad a corto plazo debido a perturbaciones idiosincrásicas. Este ruido a corto plazo puede hacer menos clara la señal proporcionada por la tasa de crecimiento monetario subyacente acerca de los riesgos para la estabilidad de precios futura. Al efectuar un análisis monetario exhaustivo para apoyar las decisiones de política monetaria, es necesario, por tanto, utilizar tanto un análisis institucional como técnicas estadísticas para determinar los movimientos de baja frecuencia o las tendencias subyacentes en la oferta monetaria que sean relevantes para la predicción de las presiones inflacionistas a medio y largo plazo.

Un ejemplo práctico de este enfoque global del análisis monetario que se lleva a cabo en el BCE es la identificación y la estimación del efecto de desplazamientos de cartera de carácter extraordinario, desde o hacia activos monetarios, sobre la dinámica de M3. En este recuadro se presentan los elementos principales del análisis en que se basa la identificación y la cuantificación de estos desplazamientos de cartera en el contexto de la valoración de la evolución reciente¹.

Desplazamientos de cartera y normalización del comportamiento en la asignación de activos

Durante el período de mayor incertidumbre económica y financiera que se registró entre el año 2001 y mediados del 2003, la dinámica monetaria no puede explicarse fácilmente con la evolución de los determinantes convencionales de la demanda de dinero, como los precios, la renta y los tipos de interés. El intenso crecimiento de M3 durante este período parece haberse debido a los considerables desplazamientos de cartera observados desde la renta variable hacia el dinero, como consecuencia de la firme preferencia de los residentes en la zona del euro por activos seguros y líquidos en su intento

¹ Véase también el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en el Boletín Mensual de mayo del 2003 y 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.

de defender su riqueza financiera de la volatilidad de los mercados. La identificación y, sobre todo, la cuantificación de estos desplazamientos de cartera extraordinarios hacia el dinero se hicieron más complejas por la falta de evidencia directa relativa a su magnitud.

Con la reducción de la incertidumbre económica entre mediados del 2003 y comienzos del 2004, el comportamiento en la asignación de activos se normalizó y el flujo de inversiones netas se dirigió de modo creciente hacia activos a más largo plazo de mayor riesgo y no hacia el dinero. Sin embargo, los desplazamientos de cartera cambiaron de sentido a un ritmo muy lento, y desde mediados del 2004 hasta hace unos meses, se consideró que esta reversión había cesado.

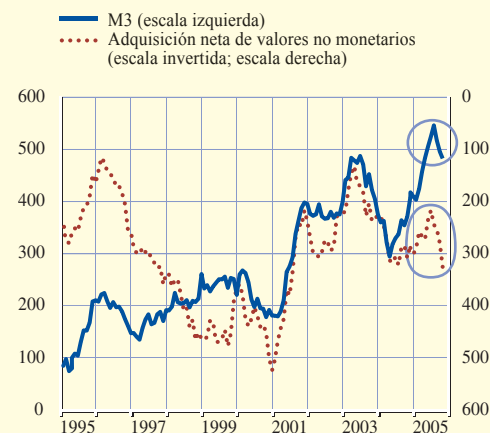
La evidencia reciente sugiere una reanudación de la reversión de los desplazamientos de cartera

Últimamente se han observado señales de que se ha reanudado la reversión de anteriores desplazamientos de cartera. En concreto, la muy moderada demanda de participaciones en fondos del mercado monetario (que cayeron en el año transcurrido hasta diciembre del 2005) y la fuerte demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM sugiere un desplazamiento desde activos monetarios hacia instrumentos a más largo plazo denominados en euros. En el mismo sentido, los flujos de salida en la posición acreedora neta frente al exterior del sector IFM que se registraron desde agosto del 2005 también indican un interés renovado por parte de los residentes en la zona del euro por valores extranjeros más que por activos monetarios de la zona. Estos hechos son coherentes con la nueva reversión de los anteriores desplazamientos de cartera hacia el dinero.

En el pasado, las estimaciones mensuales de las adquisiciones netas de valores no monetarios de las IFM y los no residentes por parte del sector tenedor de dinero habían proporcionado indicios sobre la

Gráfico A M3 y adquisición neta de valores no monetarios¹⁾

(flujos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos para los dos últimos meses están estimados en parte.
 1) Calculada como préstamos a los residentes en la zona del euro más la emisión de valores por el sector tenedor de dinero consolidado, más la balanza por cuenta corriente, menos los instrumentos incluidos en M3, menos los depósitos a largo plazo en IFM, menos las operaciones exteriores netas del sector tenedor de dinero distintas de valores.

Gráfico B Correlación condicional entre la rentabilidad de las acciones y la de la deuda pública a largo plazo

(datos trimestrales; escala invertida)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX e índice de deuda pública a diez años.

magnitud de los desplazamientos de cartera (véase gráfico A, y obsérvese que una de las escalas está invertida). Cuando se produce un desplazamiento de cartera hacia el dinero, es de esperar una caída de las adquisiciones de valores no monetarios y un aumento, aproximadamente de la misma magnitud, de las tenencias monetarias. Ciertamente, esto es lo que ocurrió en el año 2001 y a principios del 2003, es decir, los dos períodos que se caracterizan por la existencia de importantes desplazamientos de cartera. Del mismo modo, entre mediados del 2003 y mediados del 2004, la variable que aproxima las adquisiciones de valores no monetarios se elevó, mientras que el crecimiento monetario se redujo gradualmente, apuntando así a una lenta reversión de los desplazamientos de cartera. Si nos centramos en el período más reciente, se observa que las adquisiciones de valores no monetarios han cobrado impulso desde agosto del 2005 (resaltado mediante un círculo en el gráfico A), mientras que el flujo hacia M3 se ha moderado ligeramente, aunque, no obstante, se ha mantenido en un nivel elevado. En general, esta evolución es coherente con la opinión de que la reversión de anteriores desplazamientos de cartera puede haberse reanudado en los últimos meses, tras la pausa observada entre mediados del 2004 y mediados del 2005. Al mismo tiempo, la magnitud relativamente reducida de estos flujos (ciertamente, si se comparan con los de finales del 2001 y principios del 2003) y la muestra inevitablemente corta sugieren que tal conclusión ha de ser, en estos momentos, provisional.

La preferencia de los inversores por activos monetarios seguros y líquidos debe relacionarse también con su nivel de aversión al riesgo². Ya que la aversión al riesgo no puede, en principio, observarse, su papel ha de evaluarse utilizando variables de aproximación empíricas. Una variable posible para aproximar la aversión al riesgo agregada es la correlación condicional entre la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y la de la inversión en mercados de renta variable (véase gráfico B, y obsérvese que la escala del gráfico está invertida). Más concretamente, en períodos de elevada aversión al riesgo, los precios de estos dos tipos de activos deberían moverse en direcciones opuestas, al retirarse los inversores del mercado de renta variable (elevando con ello la rentabilidad de las acciones) y comprar bonos (reduciendo con ello la rentabilidad de la renta fija). Por el contrario, en períodos «normales», la asignación habitual de activos sugeriría una correlación positiva entre la rentabilidad de las acciones y la de los bonos, ya que los bajos tipos de interés sostienen el precio de las acciones. Por lo tanto, este indicador puede proporcionar alguna información acerca del momento en que pueden producirse desplazamientos de cartera, así como de sus posibles características. Como se muestra en el gráfico B, la aversión al riesgo de los inversores de la zona del euro aumentó significativamente entre mediados del 2000 y mediados del 2003, período en el que el crecimiento de M3 no puede explicarse mediante determinantes macroeconómicos convencionales. A pesar de haberse reducido considerablemente en comparación con el 2003, en el 2004 la aversión al riesgo se mantuvo muy por encima de su media a largo plazo, en consonancia con el lento ritmo de normalización del comportamiento observado en la asignación de activos. Desde el verano del 2005, el indicador de aversión al riesgo ha caído por debajo de su media a largo plazo (resaltado mediante un círculo en el gráfico B), hasta situarse en un nivel comparable con el registrado antes del período de elevada incertidumbre que se inició en el 2001. Este descenso podría estar asociado con una nueva reversión de anteriores desplazamientos de cartera.

En resumen, la evidencia procedente de la adquisición neta de valores no monetarios y del indicador de aversión al riesgo apoya la valoración de los desplazamientos de cartera hacia el dinero ocurridos entre el 2001 y mediados del 2003 y de su posible reversión, aunque a un ritmo moderado, durante el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004. Además, si nos centramos en el período más reciente, los indicadores sugieren que se puede estar produciendo actualmente una nueva reversión de anteriores desplazamientos de cartera.

2 Para más detalles sobre el enfoque de estimación utilizado, véase el recuadro titulado «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios», en el Boletín Mensual de diciembre del 2004.

Cuantificación del efecto de los desplazamientos de cartera

El análisis descrito anteriormente no permite la cuantificación mecánica de los desplazamientos de cartera. En cierta medida, también se precisan elementos de juicio. Un enfoque utilizado para cuantificar el efecto de los desplazamientos de cartera sobre la oferta monetaria, que se ha empleado anteriormente en el BCE es, por lo tanto, incluir variables de intervención (ficticias y tendencias), con el fin de captar las características de los desplazamientos de cartera en un modelo univariante de series temporales de M3³. Estas variables de intervención están concebidas a partir de un análisis exhaustivo de, entre otros aspectos, los componentes y las contrapartidas de M3, la presentación monetaria de la balanza de pagos y las cuentas financieras.

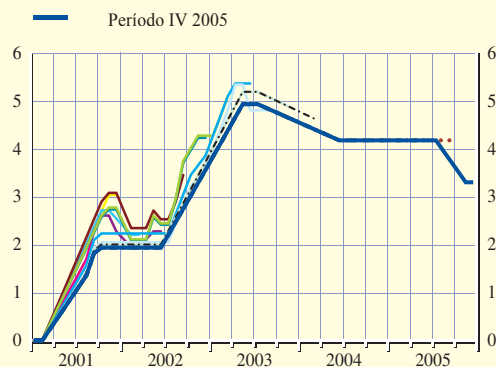
Como muestra el gráfico C, las estimaciones en tiempo real de la magnitud de los desplazamientos de cartera que se obtienen de la utilización de este enfoque (es decir, las estimaciones efectuadas en el pasado a partir de la información disponible en el momento) no han sufrido posteriormente revisiones de importancia. Además, las ecuaciones de demanda de dinero estimadas mediante una muestra que incluye este período, que —en retrospectiva— incorpora variables que pretenden captar el impacto de la volatilidad de los mercados financieros en los saldos monetarios, tienden a confirmar las estimaciones efectuadas en tiempo real por el BCE sobre los desplazamientos de cartera⁴.

Como puede observarse en el gráfico C, las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera alcanzaron su máximo, superior al 5% del saldo monetario, a comienzos del 2003. Si bien estas estimaciones a tiempo real están sometidas, indudablemente, a una incertidumbre considerable, la modestia de las revisiones ex post sugiere que el BCE fue capaz de realizar una evaluación adecuada de la evolución monetaria utilizando series de M3 corregidas por el efecto estimado de los desplazamientos de cartera.

Puesto que la magnitud de los actuales desplazamientos de cartera se ve eclipsada por la de los observados entre el 2001 y mediados del 2003 (en respuesta a perturbaciones significativas, como la crisis del mercado bursátil, los ataques terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001 y la guerra de Iraq), los elementos de juicio que se precisan y la cuantificación correspondiente están inevitablemente sometidas a una mayor incertidumbre que las realizadas anteriormente. Sin embargo, si se tiene en cuenta toda la información mencionada hasta ahora, un análisis monetario exhaustivo debe incluir una evaluación de la intensidad de cualquier reversión actual de los desplazamientos de cartera, con el fin de valorar el efecto moderador que tiene sobre el crecimiento monetario. Este enfoque es necesario para identificar —aunque sea de modo imperfecto— la tasa tendencial subyacente de la expansión monetaria que es relevante para adoptar las decisiones de política monetaria.

Gráfico C Factores de corrección de los desplazamientos de cartera por el nivel de M3

(en porcentaje del saldo monetario de M3)



Fuente: BCE.

3 En el procedimiento de estimación se ha incorporado una pequeña corrección adicional para las observaciones atípicas pasadas y para determinados componentes volátiles.

4 Por ejemplo, se puede comparar con los resultados obtenidos en «Money demand and macroeconomic uncertainty», C. Greiber y W. Lemke, Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, n.º 26/2005, Deutsche Bundesbank.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo elevada, en el 10,2%, en enero del 2006, tras registrar medias del 10,9% y el 11,2% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente (véase cuadro 1). En consecuencia, M1 continuó siendo el principal factor impulsor de la expansión de M3, con una contribución de 4,7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual de M3 de enero, que se situó en el 7,6% (véase gráfico 6).

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de M1 en enero tuvo su origen en un ligero descenso de las tasas de crecimiento interanual de sus dos componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación disminuyó hasta el 13,6% en enero, tras registrar unas medias del 14,8% y el 16% en el cuarto y tercer trimestres, respectivamente, mientras que la demanda de depósitos a la vista también se redujo en enero, hasta el 9,6%, desde el 10,2% del cuarto trimestre y el 10,4% del tercer trimestre del 2005.

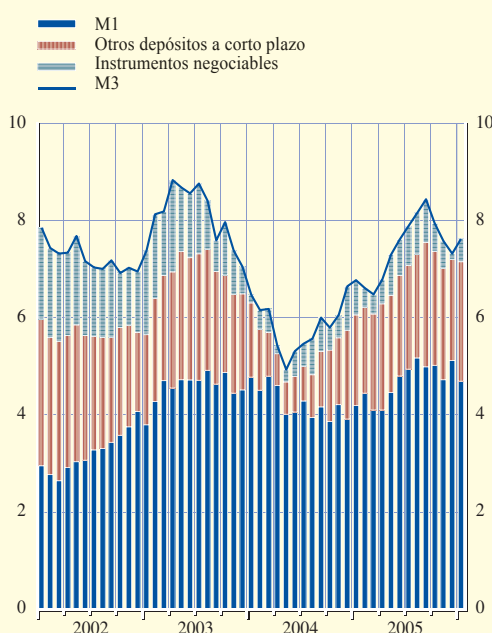
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista repuntó hasta el 6,4% en enero, posiblemente como consecuencia de la remuneración ligeramente superior de estos depósitos, tras situarse en el 5,9% y el 5,5% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente. Este movimiento al alza ocultó una evolución divergente de los componentes de estos depósitos: aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años) siguió aumentando, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se moderó, continuando con la tendencia a la baja observada en los últimos trimestres.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, que tiende a caracterizarse por una considerable volatilidad a corto plazo, descendió hasta el 3,3% en enero, en comparación con el 3,8% y el 5,6% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. Una vez más, esta disminución general oculta una evolución ligeramente divergente de sus componentes.

Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario continuó con la tendencia a la baja, con una tasa de variación interanual negativa, del -1,4%, en enero del 2006, tras registrar tasas positivas del 1,1% y el 3,1% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente. La demanda de estos activos, que los hogares y las sociedades no financieras mantienen con frecuencia buscando activos más seguros frente a la volatilidad de los mercados financieros en épocas de mayor incertidumbre, ha continuado siendo muy moderada, lo que apunta a cierta sustitución de activos monetarios líquidos y seguros por valores de mayor riesgo y a más largo plazo. Además, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se redujo hasta el 3,4% en enero del 2006,

Gráfico 6 Contribuciones al crecimiento interanual de M3

(contribuciones en puntos porcentuales, crecimiento de M3 en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Dic	2006 Ene
M1	48,4	9,6	9,8	11,2	10,9	11,3	10,2
Efectivo en circulación	7,5	18,0	17,3	16,0	14,8	13,7	13,6
Depósitos a la vista	40,9	8,2	8,5	10,4	10,2	10,9	9,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,7	4,5	5,0	5,5	5,9	5,4	6,4
Depósitos a plazo hasta dos años	15,8	0,5	2,6	4,5	6,6	6,6	8,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,9	7,1	6,6	6,0	5,3	4,3	4,7
M2	86,0	7,1	7,5	8,4	8,5	8,5	8,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	4,0	4,4	5,6	3,8	0,8	3,3
M3	100,0	6,7	7,0	8,0	7,8	7,3	7,6
Crédito a residentes en la zona del euro		6,5	6,6	7,0	7,9	8,4	8,5
Crédito a las Administraciones Públicas		3,4	2,1	1,2	2,7	4,5	3,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,4	-0,8	-1,0	0,4	2,0	0,9
Crédito al sector privado		7,3	7,8	8,6	9,3	9,4	9,9
Préstamos al sector privado		7,3	7,6	8,4	8,9	9,2	9,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,5	9,7	10,0	9,4	8,8	8,6

Fuente: BCE.

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

desde el 4,7% del cuarto trimestre (aunque la tasa de crecimiento de diciembre fue negativa) y el 9,1% del tercer trimestre del 2005.

Por otro, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años ha sido elevada en los últimos meses, debido, posiblemente, en parte, a la aparición de nuevos productos estructurados que combinan estos valores con instrumentos derivados vinculados al precio de las acciones. En la actualidad, estos instrumentos pueden resultar especialmente atractivos, dado que el precio de las acciones ha estado aumentando con fuerza, si bien la aversión al riesgo de los inversores sólo se ha reducido hasta situarse en niveles normales.

El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales indica que los hogares han continuado siendo el sector que más ha contribuido al pronunciado crecimiento de estos instrumentos en los últimos meses. Al mismo tiempo, la contribución de otros intermediarios financieros disminuyó en el cuarto trimestre del 2005, y se mantuvo estable en enero del 2006. Esta trayectoria constituye un cambio reseñable con respecto a la dinámica observada en el período comprendido entre septiembre del 2004 y septiembre del 2005, en el que el sector de otros intermediarios financieros representaba las dos terceras partes del aumento de las tenencias de estos instrumentos por parte del sector privado. Por el contrario, la contribución de las sociedades no financieras a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales, que se incrementó en el 2005, se estabilizó en un nivel elevado entre septiembre del 2005 y enero del 2006.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total de las IFM a residentes en la zona del euro se elevó hasta el 8,5% en enero del 2006, tras registrar unas tasas del 7,9% y el 7% en el cuarto y tercer trimestres, respectivamente. Este aumento del crecimiento del crédito se vio favorecido por una persistente tendencia al alza de la expansión del crédito al sector privado, así como por la reanudación de la dinámica del crédito al sector Administraciones Públicas (véase cuadro 1).

En enero, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se incrementó hasta el 9,9%, desde el 9,3% del cuarto trimestre del 2005. La tendencia al alza del crecimiento del crédito al sector privado es consecuencia de los bajos tipos de interés y de la mejora de la confianza en algunos sectores de la economía. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 9,7% en enero, desde el 9,2% del mes precedente, un aumento que fue prácticamente generalizado en todos los sectores (véanse las secciones 2.6 y 2.7 para conocer la evolución por sectores de los préstamos al sector privado).

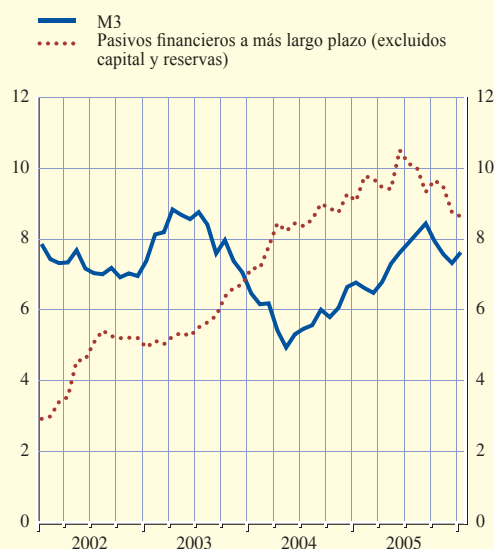
La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector Administraciones Públicas se incrementó hasta el 3,6% en enero, desde el 2,7% y el 1,2% del cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente. Esta reciente recuperación fue reflejo de un aumento de la demanda de préstamos de las IFM por parte de las Administraciones Públicas y de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores emitidos por las citadas Administraciones por parte de las IFM.

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero continuó siendo sólida (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se situó en el 8,6% en enero del 2006, tras registrar unas medias del 9,4% y el 10% en el cuarto y tercer trimestres, respectivamente. El intenso crecimiento actual apunta a una persistente inclinación del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en activos a más largo plazo de la zona.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM volvieron a tornarse ligeramente positivos en enero, situándose en 1 mm de euros, tras dos meses consecutivos de salidas en términos interanuales. La tendencia general a la baja de los activos exteriores netos de las IFM apunta

Gráfico 7 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas)

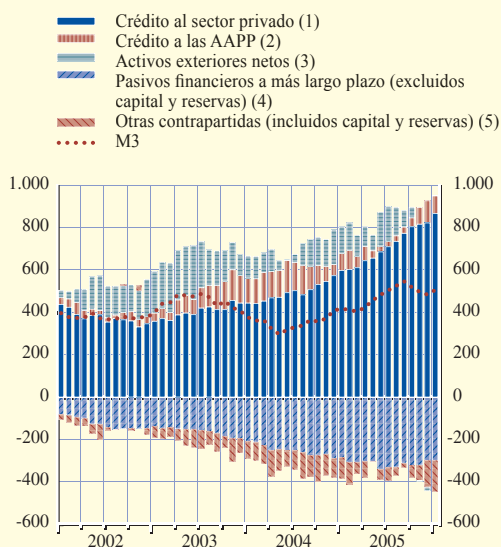
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

a una mayor inclinación del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en activos extranjeros, al menos en relación con el interés de los extranjeros en activos de la zona del euro (véase gráfico 8). En general, la evolución reciente de la posición acreedora neta frente al exterior es acorde con la actual reversión de los anteriores desplazamientos de cartera hacia activos monetarios, aunque a un ritmo moderado, observada en los últimos meses.

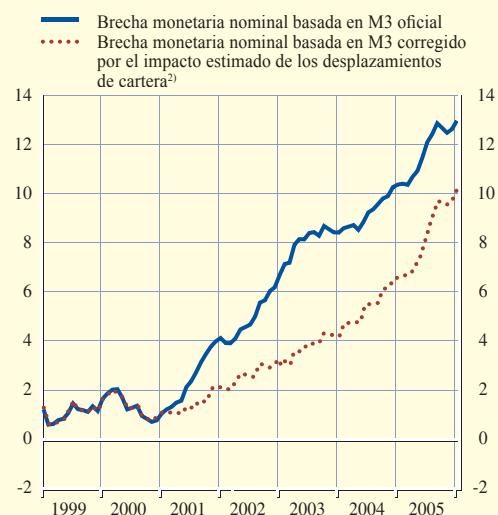
En conclusión, en el cuarto trimestre del 2005, la evolución de las contrapartidas de M3 confirmó, en general, las tendencias recientes. La evolución del crédito al sector privado se fortaleció de nuevo, impulsada por los bajos tipos de interés, y siguió favoreciendo el crecimiento monetario. Al mismo tiempo, tomada en su conjunto, la intensa demanda de pasivos financieros a más largo plazo y la relativamente moderada demanda de participaciones en fondos del mercado monetario apuntan a que se está produciendo una reversión de los anteriores desplazamientos de cartera, sustentada en la dinámica de los activos exteriores netos de las IFM.

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

En el cuarto trimestre del 2005, tanto la brecha monetaria nominal calculada a partir de la serie de M3 oficial, como la construida a partir de la serie de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, continuaron con la tendencia al alza observada desde el segundo semestre del 2004, hasta alcanzar un nuevo máximo para el período transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



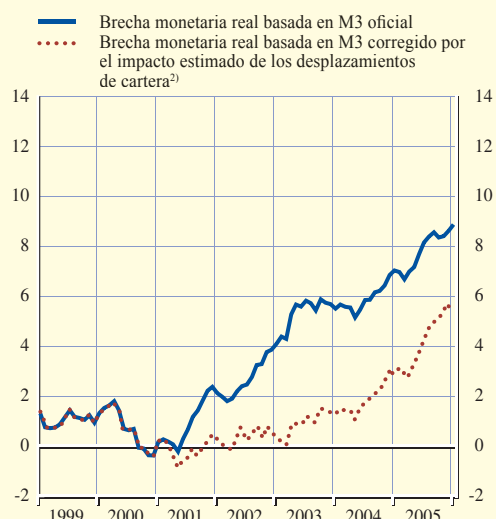
Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004. Para conocer la evolución reciente, véase el recuadro titulado «La reversión de los desplazamientos de cartera se reanuda en el cuarto trimestre del 2005».

Gráfico 10 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Para conocer la evolución reciente, véase el recuadro titulado «La reversión de los desplazamientos de cartera se reanuda en el cuarto trimestre del 2005».

No obstante, las dos brechas permanecieron en niveles muy diferentes, y la brecha monetaria construida a partir de la serie de M3 corregido fue considerablemente inferior (véase gráfico 9). Por otra parte, dada la aparente reanudación del cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera, la diferencia entre las dos medidas de la brecha monetaria se ha reducido ligeramente en los últimos meses.

Las brechas monetarias reales muestran que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por unos precios más elevados, reflejando desviaciones al alza de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Las brechas monetarias reales construidas a partir de la serie de M3 oficial y la medida de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera son inferiores a las respectivas medidas de la brecha monetaria nominal (véanse gráficos 9 y 10).

No obstante, estas medidas mecánicas sólo son estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. Dado que la elección del período base es, hasta cierto punto, arbitraria, los niveles de estas medidas están sujetos a una incertidumbre notable y, por lo tanto, han de considerarse con cautela. Esta incertidumbre queda bien ilustrada en la amplia gama de estimaciones obtenidas de las cuatro medidas analizadas anteriormente.

Sin embargo, aunque las estimaciones son inciertas, la idea general que transmiten estas medidas apunta a una situación de abundancia de liquidez en la zona del euro. Un marcado crecimiento monetario y del crédito, en un contexto de liquidez ya abundante, conlleva riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a más largo plazo. Además, esta evolución hace que sea necesario realizar un atento seguimiento de la dinámica del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO E INVERSORES INSTITUCIONALES

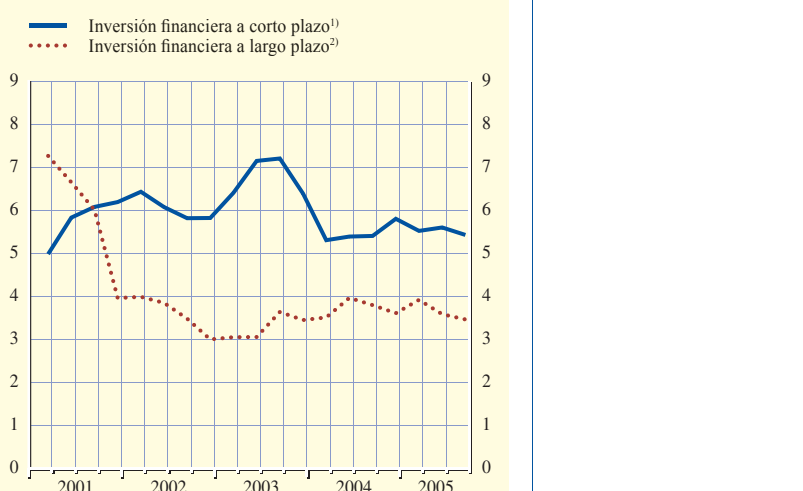
En el tercer trimestre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero descendió ligeramente. Al mismo tiempo, los flujos de entrada en los fondos de inversión y la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones volvieron a aumentar.

SECTOR NO FINANCIERO

En el tercer trimestre del 2005, el más reciente para el que se dispone de datos, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero se situó en el 4,3%, frente al 4,4% del segundo trimestre (véase cuadro 2). Esta evolución fue consecuencia de un moderado descenso de las tasas de crecimiento interanual de la inversión financiera a largo y a corto plazo, lo que confirma las indicaciones de trimestres anteriores de que la disminución de ambas tasas de crecimiento observada hasta mediados del 2004 se interrumpió posteriormente (véase gráfico 11).

Gráfico 11 Inversión financiera del sector no financiero

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual								
		2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III
Inversión financiera	100	5,1	4,6	4,3	4,5	4,5	4,5	4,6	4,4	4,3
Efectivo y depósitos	36	6,5	5,6	5,3	5,3	5,6	6,2	5,9	6,2	5,7
Valores distintos de acciones	11	-0,3	-1,0	-1,7	1,6	1,3	1,8	3,5	3,2	2,5
<i>De los cuales:</i> a corto plazo	1	-0,3	-1,7	-3,3	10,0	2,9	5,0	-1,8	-6,4	-8,0
<i>De los cuales:</i> a largo plazo	11	-0,3	-0,9	-1,6	0,8	1,2	1,6	4,0	4,1	3,4
Participaciones en fondos de inversión	12	7,2	7,1	5,1	3,1	2,2	1,7	1,8	2,6	4,0
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	10	6,2	6,5	5,7	3,5	2,7	2,4	3,0	3,9	5,3
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos del mercado monetario	2	11,3	9,9	3,2	1,7	0,6	-0,8	-2,4	-2,2	-0,5
Acciones cotizadas	14	1,5	0,8	1,4	3,1	2,6	0,9	0,6	-1,8	-3,1
Reservas técnicas de seguro	25	6,5	6,7	6,6	6,3	6,2	6,4	6,4	6,5	6,8
M3 ²⁾		7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6	6,5	7,6	8,4
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		1,4	4,2	8,6	4,1	3,5	2,8	2,9	4,9	8,3

Fuente: BCE.

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

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

2) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, el sector no financiero y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

La reducción de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a largo plazo en el tercer trimestre del 2005 fue resultado, principalmente, de un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas, pero también de una disminución similar de la de los valores distintos de acciones a largo plazo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en fondos de inversión aumentó de nuevo, lo que sugiere que las reticencias de los inversores a invertir en activos a más largo plazo están relacionadas, fundamentalmente, con la inversión directa en valores de renta variable. En cuanto a la inversión financiera a corto plazo, la caída de la tasa de crecimiento interanual se debió a la reducción de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de efectivo y de los depósitos a la vista. La tasa de variación interanual de la inversión en fondos del mercado monetario se incrementó, pero continuó siendo negativa.

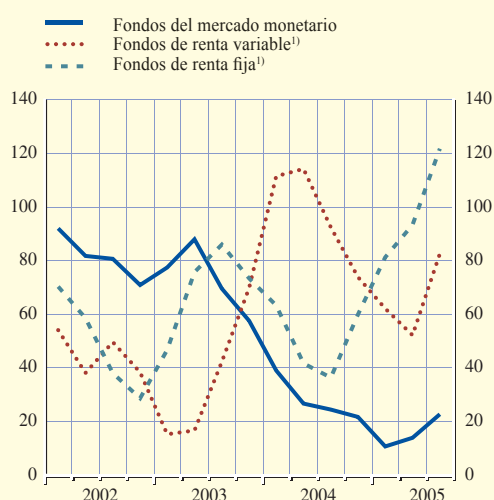
INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión volvió a aumentar en el tercer trimestre del 2005, y se situó en el 25,2%, desde el 17,4% del segundo trimestre. Esto fue consecuencia, principalmente, de la evolución del valor de las tenencias de acciones. Las variaciones en el valor de los activos totales incluyen los efectos de valoración provocados por cambios en el precio de los activos. A este respecto, los datos sobre flujos proporcionados por EFAMA¹ muestran que las ventas netas interanuales de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) aumentaron en el tercer trimestre del 2005, en comparación con el segundo trimestre. En particular, la demanda de fondos de renta fija volvió a incrementarse, hasta alcanzar el nivel más elevado observado

1 La Federación europea de fondos y sociedades de inversión (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

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

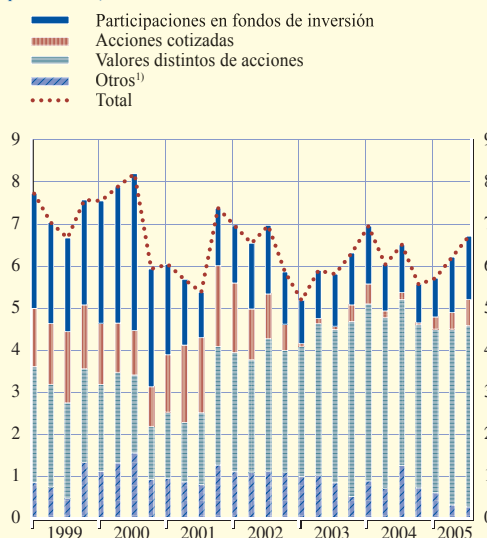
(mm de euros)



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

Gráfico 13 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
1) Incluye préstamos, depósitos y reservas técnicas de seguro.

desde el 2001, y las entradas netas interanuales en fondos de renta variable repuntó por primera vez desde el segundo trimestre del 2004 (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, las entradas netas interanuales en fondos del mercado monetario continuaron siendo relativamente moderadas.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro se incrementó hasta el 6,7% en el tercer trimestre del 2005, desde el 6,2% del trimestre anterior (véase gráfico 13). Esto se debió, fundamentalmente, a un repunte de la actividad inversora en lo que respecta a categorías de activos a más largo plazo y, en menor medida, a activos a más corto plazo. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo volvió a aumentar, hasta el 11,1%, el nivel más elevado desde 1998. Cabe observar que la tasa de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas también se elevó de nuevo, aunque a un ritmo más lento, hasta situarse en el 3,9%, desde el 2,4% del trimestre anterior. En cuanto a los activos a más corto plazo, las empresas de seguros y los fondos de pensiones parecen haber intensificado su inversión en participaciones del mercado monetario, en particular. Las ganancias por valoración en relación con el total de tenencias de valores se incrementaron notablemente en el tercer trimestre del 2005, en comparación con el segundo trimestre de ese año.

Si se consideran conjuntamente, los datos sobre los fondos de inversión y sobre las empresas de seguros y los fondos de pensiones apuntan a cierta inclinación por parte del sector no financiero a invertir en instrumentos financieros de mayor riesgo, como los valores de renta variable, a través de los inversores institucionales, aunque puede que todavía persistan ciertas reticencias a invertir directamente en renta variable.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

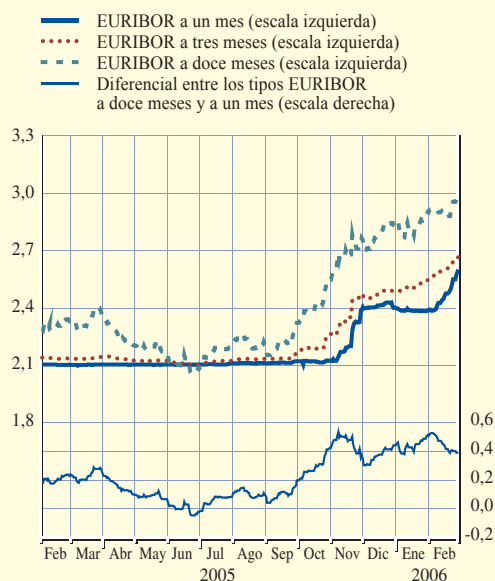
Entre diciembre del 2005 y febrero del 2006, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, en un contexto de crecientes expectativas de los mercados de un nuevo incremento de los tipos de interés oficiales del BCE. Dado que los aumentos a los distintos plazos fueron de magnitud similar, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no registró variaciones en el período de tres meses considerado.

Los tipos de interés del mercado monetario, que se incrementaron considerablemente en noviembre del 2005, como consecuencia de las expectativas de los mercados de subida de los tipos de interés oficiales del BCE el 1 de diciembre, volvieron a aumentar entre principios de diciembre del 2005 y finales de febrero del 2006. En diciembre del 2005 y enero del 2006, los tipos de interés a un mes se mantuvieron prácticamente estables, al tiempo que los tipos a tres meses y a doce meses se elevaron, debido a las expectativas de los mercados de una nueva subida de los tipos de interés oficiales del BCE en marzo. Dada la firmeza de estas expectativas, el tipo a un mes también empezó a aumentar de manera significativa en febrero del 2006, mientras que los tipos a tres meses y a doce meses registraron un alza más moderada. El 1 de marzo, los tipos de interés a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 2,60%, el 2,66%, el 2,79% y el 2,99%, respectivamente, 22, 19, 20 y 23 puntos básicos por encima de los niveles observados a finales de noviembre del 2005.

Como consecuencia de esta evolución, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, que aumentó en diciembre y enero, volvió a aplanarse en febrero. En conjunto, la pendiente de la curva de rendimientos prácticamente no ha registrado variaciones en los tres últimos meses. El diferencial entre

Gráfico 14 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

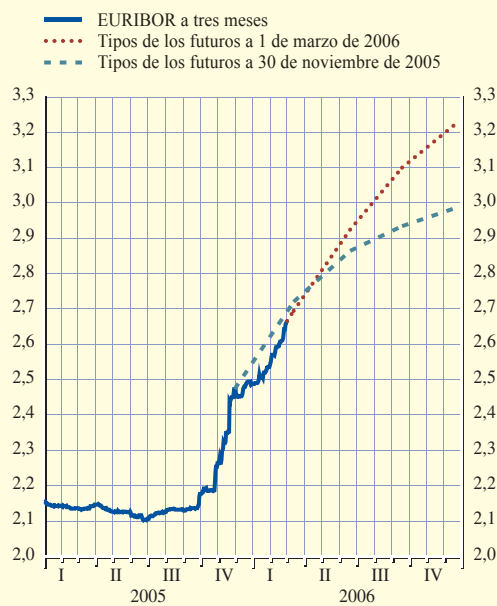
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Gráfico 15 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 39 puntos básicos el 1 de marzo de 2006, frente a un diferencial de 38 puntos básicos el 30 de noviembre de 2005 (véase gráfico 14).

Desde finales de noviembre del 2005, los participantes en el mercado han ajustados sus expectativas en lo que respecta a la evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el 2006. Aunque las expectativas para el horizonte temporal que abarca los primeros meses del 2006 se han revisado ligeramente a la baja, las expectativas para el horizonte que incluye el segundo semestre del 2006 se han revisado al alza. Esta evolución queda reflejada en los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2006, que el 1 de marzo se situaban en el 2,92%, el 3,10% y el 3,22%, respectivamente, 6, 17 y 24 puntos básicos por encima de los niveles correspondientes a finales de noviembre del 2005 (véase gráfico 15).

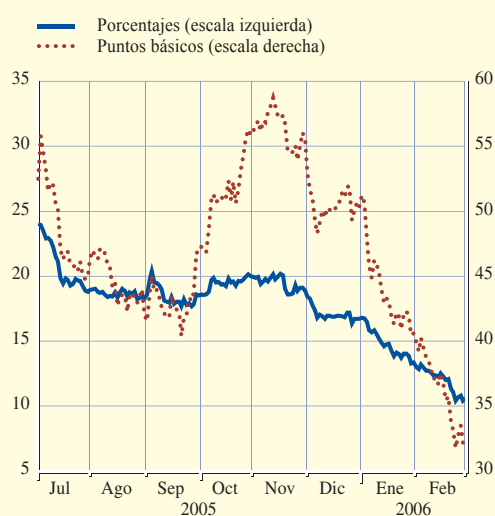
La volatilidad implícita derivada de las opciones de los futuros del EURIBOR a tres meses se redujo considerablemente entre diciembre y febrero, hasta situarse en los muy reducidos niveles, en términos históricos, observados a finales de febrero. La evolución de la volatilidad implícita en los tres últimos meses, tras la subida de los tipos de interés del BCE y sus comunicaciones desde diciembre del 2005, sugiere que la incertidumbre de los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución esperada de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses ha disminuido hasta niveles muy bajos (véase gráfico 16).

En diciembre del 2005, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se incrementaron como consecuencia de la decisión de aumentar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE adoptada el 1 de diciembre. Con la excepción de los habituales efectos de Navidad y de fin de año (que se incluyeron con éxito en la aportación de liquidez abundante por parte del BCE para contrarrestar la incertidumbre adicional relacionada con los factores autónomos durante este período), el EONIA permaneció estable, en el 2,32%. En los periodos de mantenimiento que comenzaron en enero y febrero (con la excepción de cierta volatilidad causada por la liquidez a principios de febrero), el EONIA se situó en un nivel estable, en el 2,33% y el 2,34% respectivamente, esto es, 8 y 9 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Euro-sistema. Hacia finales de febrero, el tipo de interés a un día se incrementó, alcanzando el 2,40% el 28 de febrero, como consecuencia del efecto de fin de mes.

En los tres últimos meses, el BCE ha seguido aplicando la política de liquidez holgada adoptada en octubre del 2005. En diciembre y enero, en las OPF se proporcionó liquidez a unos tipos de interés marginal y medio ponderado del 2,30% y el 2,31% respectivamente, en la mayor parte de las subastas, y en febrero se elevaron hasta el 2,31%

Gráfico 16 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2006

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

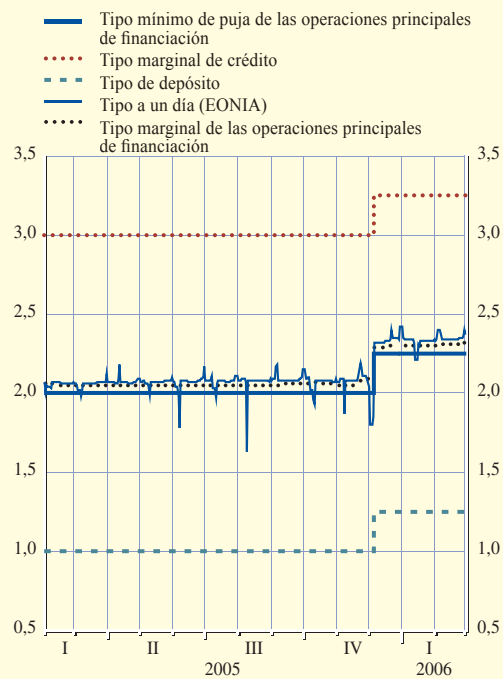
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

y el 2,32%. En la última OPF ejecutada en el período de mantenimiento que finalizó el 7 de marzo del 2006, los tipos marginal y medio ponderado volvieron a incrementarse, hasta el 2,32% y el 2,34%, respectivamente (véase gráfico 17). En el recuadro 4 se presenta más información sobre los tipos de interés a corto plazo y la situación de liquidez en los tres períodos de mantenimiento más recientes.

En la operación de financiación a plazo más largo ejecutada el 21 de diciembre de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se incrementaron 5 puntos básicos con respecto a la operación anterior, situándose en el 2,45% y el 2,46% respectivamente, sólo 4 y 3 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente ese día. Esta operación resultó afectada por un error en la puja por parte de una entidad de contrapartida (véase, también, el recuadro 4). En las operaciones ejecutadas el 25 de enero y el 22 de febrero, las primeras con un volumen de adjudicación más elevado, 40 mm de euros, los tipos marginales se situaron en el 2,47% y el 2,57% respectivamente, 6 y 4 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esas fechas.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 9 DE NOVIEMBRE DE 2005 Y EL 7 DE FEBRERO DE 2006

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 5 de diciembre de 2005, el 17 de enero de 2006 y el 7 de febrero de 2006.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Durante el período analizado, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito mostraron un acusado comportamiento estacional, al igual que en años anteriores, principalmente como consecuencia del aumento de los billetes en circulación (véase gráfico A). Los billetes en circulación, que representan el «factor autónomo» más importante (es decir, un factor que no se deriva del uso de instrumentos de política monetaria), alcanzaron un máximo histórico de 575,3 mm de euros el 26 de diciembre de 2005. En conjunto, la contribución de los factores autónomos al déficit de liquidez del Eurosistema en el período de referencia fue, en promedio, de 248 mm de euros. Las exigencias de reservas, otro de los principales motivos por los que las entidades de crédito necesitan liquidez se elevaron hasta 153 mm de euros durante dicho período.

La contribución de la media diaria del exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) al déficit de liquidez del Euro-sistema fue, en promedio, de 0,85 mm de euros en el período analizado. En el período de mantenimiento que finalizó el 5 de diciembre, la media del exceso de reservas se situó en un máximo histórico de 1,02 mm de euros, debido al nivel inesperadamente alto que alcanzaron las tenencias individuales de liquidez. En los dos períodos de mantenimiento siguientes, la media del exceso de reservas se redujo hasta 0,81 mm de euros y 0,74 mm de euros, respectivamente (véase gráfico B).

Oferta de liquidez y tipos de interés

En paralelo con el máximo estacional que registró la demanda de liquidez, aumentó temporalmente el volumen de operaciones de mercado abierto (véase gráfico A). En promedio, la liquidez proporcionada a través de operaciones principales de financiación (OPF) ascendió a 310,4 mm de euros. La proporción entre las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y las pujas aceptadas (ratio de cobertura de las pujas) se redujo durante el mes de diciembre hasta valores comprendidos entre 1 y 1,25, para aumentar de nuevo hasta un nivel próximo a 1,30. La ratio media de cobertura de las pujas fue de 1,23 durante dicho período.

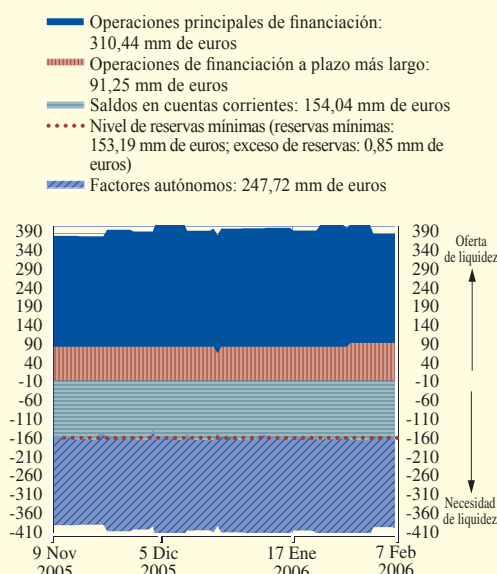
En consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno de incrementar el importe adjudicado de las operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) de 30 mm a 40 mm de euros, la liquidez proporcionada a través de este tipo de operaciones aumentó de 90 mm de euros a 100 mm de euros en el período analizado.

Período de mantenimiento que finalizó el 5 de diciembre de 2005

En octubre del 2005, el BCE había expresado a los participantes en los mercados su inquietud por la tendencia alcista del diferencial entre el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) y el tipo mínimo de puja. Por consiguiente, había decidido adjudicar 1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia en todas las OPF de un período de mantenimiento, salvo en la última. Esta medida se siguió aplicando durante el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 5 de diciembre, período que se inició con

Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

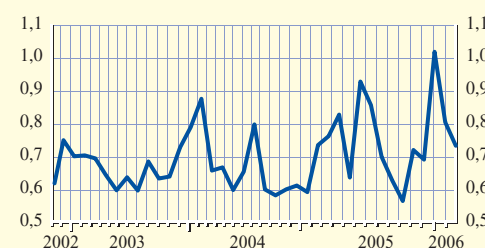
(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

unos tipos marginal y medio ponderado de, 2,05% y 2,06%, respectivamente, mientras que el EONIA se situó en el 2,08%.

Las expectativas de los participantes en los mercados respecto a un cambio en el tipo de interés oficial del BCE aumentaron a finales de noviembre. Pese al hecho de que, con arreglo al nuevo marco, una variación de tipos no es efectiva hasta el comienzo del siguiente período de mantenimiento, el EONIA subió hasta el 2,19%, mientras que el tipo marginal de las OPF se situó en el 2,08%. Ante esta reacción imprevista de los mercados, el BCE también adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia en la última OPF de ese período de mantenimiento. El tipo marginal se mantuvo en el 2,09%, pero posteriormente, el EONIA se redujo de nuevo hasta el 2,05%. El último día del período de mantenimiento, el BCE absorbió un exceso de liquidez previsto de 7,5 mm de euros a través de una operación de ajuste. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 0,77 mm de euros, mientras que el EONIA bajó hasta el 1,85%.

Período de mantenimiento que finalizó el 17 de enero

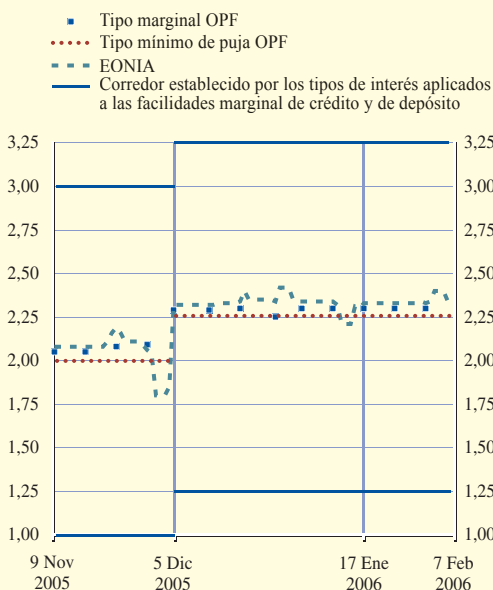
El 1 de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió elevar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El aumento se hizo efectivo al inicio del nuevo período de mantenimiento que comenzó el 6 de diciembre. El BCE se propuso seguir adelante con el enfoque expansivo de adjudicaciones durante este período de mantenimiento y, por consiguiente, adjudicó 1 mm de euros por encima del importe de referencia el 5 de diciembre. No obstante, este importe adicional se fue incrementando gradualmente hasta llegar a 3 mm de euros en las OPF siguientes, realizadas en torno a Navidad y fin de año, antes de adjudicar el importe de referencia en la última subasta del período de mantenimiento.

En la OFPML liquidada el 22 de diciembre, una puja errónea impidió al BCE adjudicar el importe previsto de 30 mm de euros y sólo pudieron liquidarse 12,5 mm de euros. Para contrarrestar el desequilibrio de liquidez resultante, el BCE puso en marcha al día siguiente una OFPML adicional por el importe restante.

Durante la primera semana del período de mantenimiento, el EONIA se situó en el 2,32%, para incrementarse hasta el 2,35% en torno a Navidad. Al mismo tiempo, los tipos marginales de las OPF se situaron entre el 2,29% y el 2,30% y los tipos medios ponderados entre el 2,30% y el 2,31%. La demanda adicional registrada antes de fin de año dio lugar a una subida del EONIA hasta el 2,42% el 30 de diciembre, el diferencial más bajo por encima del tipo mínimo de puja observado a fin de año hasta la fecha. En las dos primeras semanas del 2006, el EONIA se mantuvo estable en el 2,34%

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

pero, como resultado de las expectativas de los mercados que preveían una situación de liquidez holgada, el EONIA bajó hasta el 2,21% el 13 de enero. Los errores de drenaje de liquidez en los factores autónomos y el exceso de reservas impulsaron el EONIA al alza, hasta el 2,31%, el lunes siguiente. El período de mantenimiento finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 0,79 mm de euros, mientras que el EONIA se situó, en última instancia, en un nivel del 2,30%.

Período de mantenimiento que finalizó el 7 de febrero

El enfoque expansivo de adjudicaciones también se aplicó en el siguiente período de mantenimiento de reservas. En las dos primeras semanas del período, el EONIA se mantuvo relativamente estable en el 2,33%, pero se incrementó hasta el 2,40% el viernes 3 de febrero para bajar al 2,34% durante los dos últimos días del período. El breve incremento del tipo a un día reflejó una situación de liquidez más restrictiva tras la adjudicación de la última OPF. El tipo marginal aumentó ligeramente, del 2,30% al 2,31%, mientras que el tipo ponderado se mantuvo estable en el 2,31%. El último día del período de mantenimiento, el BCE inyectó 6,5 mm de euros a través de una operación de ajuste para contrarrestar un desequilibrio de liquidez previsto de 6,7 mm de euros. El período de mantenimiento finalizó con una situación de liquidez ligeramente holgada, un recurso a la facilidad de depósito de 0,87 mm de euros y el EONIA en el 2,34%.

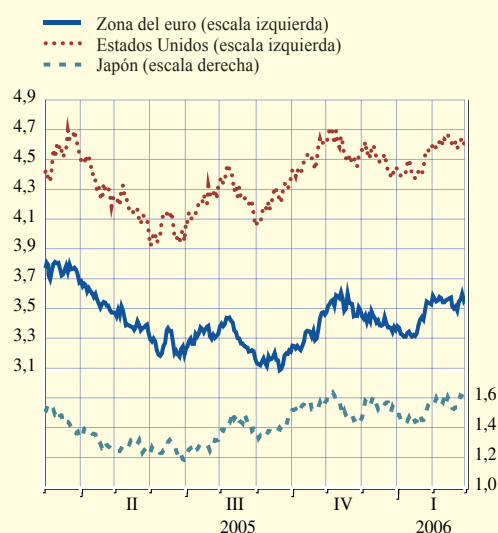
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En general, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha crecido ligeramente desde finales de noviembre del 2005. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro, especialmente el de los bonos a medio plazo, fue determinado por señales que llevaron a los participantes en el mercado a anticipar una mejora a corto plazo de la actividad económica de la zona. La incertidumbre se mantuvo en niveles reducidos en los principales mercados de renta fija.

Entre finales de noviembre del año 2005 y el 1 de marzo de 2006, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos, hasta situarse en el 3,6% y el 4,6%, respectivamente, a finales del período de referencia (véase gráfico 18), aunque siguió manteniéndose en niveles históricamente bastante bajos en ambos lados del Atlántico. Ello es consecuencia del reducido nivel de las primas de riesgo exigidas por los inversores por la tenencia de deuda a largo plazo y del firme anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo. 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 105 puntos básicos al final del período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó durante el mismo período, hasta situarse en el 1,6% el 1 de marzo. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a

Gráfico 18 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

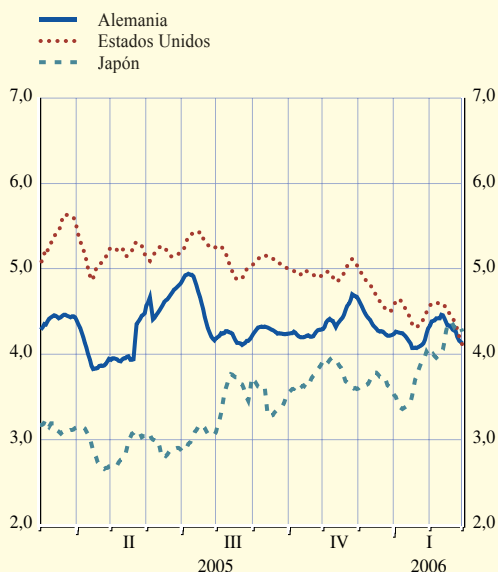


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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

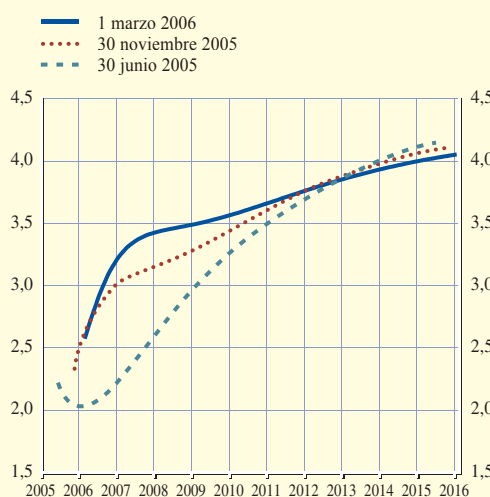


Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo, renovado 20 días antes de su vencimiento, según la definición de Bloomberg. Esto significa que 20 días antes de su vencimiento se sustituye el contrato de futuros más próximo por el correspondiente al siguiente período de vencimiento.

Gráfico 20 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* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

corto plazo del segmento de mercado de bonos a diez años, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos, disminuyó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que se incrementó levemente en Japón (véase gráfico 19).

En Estados Unidos, el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo, pese a estar sometido a fuertes oscilaciones, ha crecido ligeramente en los tres últimos meses. Los datos publicados sobre la actividad económica observada y esperada siguieron apuntando, en general, a un crecimiento económico relativamente vigoroso. Sin embargo, los datos correspondientes al cuarto trimestre del 2005 mostraron que el PIB real de Estados Unidos se había quedado en un nivel mucho más reducido de lo esperado por los participantes en el mercado, lo que pareció suscitar cierta preocupación respecto a las perspectivas de actividad económica a corto plazo. En efecto, el rendimiento real de los bonos indicados con la inflación descendió durante el período examinado, especialmente en los plazos más cortos. Además, la pendiente de la curva de rendimientos se aplanó más todavía, llegando incluso a invertirse en algunos plazos. Aunque en el pasado una curva de rendimientos invertida ha sido, en general, indicativa de un menor crecimiento económico en el futuro, hay que tener en cuenta que la pendiente de la curva de rendimientos de Estados Unidos podría estar distorsionada en la actualidad por las primas de riesgo particularmente bajas incorporadas en el rendimiento de los bonos a largo plazo².

La nueva subida de los precios del petróleo registrada en los tres últimos meses parece haber ejercido presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos estadounidenses, al aumentar las expectativas de

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

inflación de los inversores. En Estados Unidos las tasas de inflación implícita han ascendido desde finales de noviembre del 2005, especialmente en los plazos más cortos. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita derivada del rendimiento de los bonos nominales y reales con vencimiento en el 2009 se ha elevado en torno a 50 puntos básicos en los tres últimos meses.

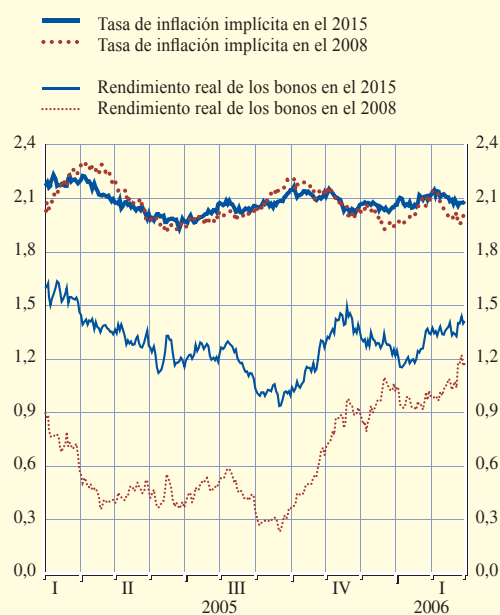
En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó ligeramente en los tres últimos meses. Los indicadores de las encuestas apuntaron, en general, a un mayor crecimiento económico de la zona del euro en el 2006, pese a que los datos relativos al último trimestre del 2005 señalaban un crecimiento ligeramente menor de lo esperado. Las expectativas de los inversores respecto a una mejora a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro coincidieron con el aumento de unos 30 puntos básicos del rendimiento real de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2008 observado en los tres últimos meses (véase gráfico 21). Las percepciones de los participantes en el mercado acerca de la orientación futura de la política monetaria del BCE no han cambiado mucho en este período, salvo en las expectativas de ligera elevación de los tipos de interés oficiales en el corto a medio plazo (véase gráfico 20). Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro no experimentó variaciones significativas tras la decisión del BCE de elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta el 2,25%, en diciembre. Esta moderada respuesta del mercado de renta fija sugiere que el endurecimiento de la política monetaria había sido anticipado por los mercados financieros.

Las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la inflación de la zona del euro se mantuvieron bastante estables durante el período de referencia, tal y como indican las escasas variaciones de las tasas de inflación implícita observadas en todos los plazos (véase gráfico 21). Así pues, las tasas de inflación implícita de la zona del euro soportaron las subidas de los precios del petróleo registradas en los tres últimos meses. El 1 de marzo, la tasa de inflación implícita a diez años se situó en el 2,1%.

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro disminuyó ligeramente en diciembre del 2005 y en los dos primeros meses del 2006, con lo que se mantuvo en niveles bastante bajos en términos históricos (véase gráfico 19). En consecuencia, los participantes en el mercado mostraron una incertidumbre notablemente moderada acerca de la evolución a corto plazo del rendimiento de los bonos a diez años, lo que parece indicar que consideran que el reducido nivel de los tipos de interés a largo plazo es una característica bastante persistente en la zona del euro y a escala mundial.

Gráfico 21 Rendimiento real de los bonos y tasas de inflación implícitas de la zona del euro

(en porcentaje; excluidas comisiones; datos diarios)

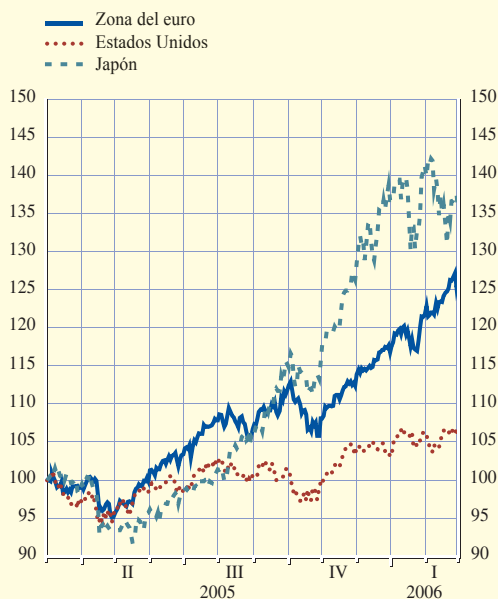


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses e italianos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. El método utilizado para calcular la tasa de inflación implícita se describe en el recuadro 2 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

Gráfico 22 Índices bursátiles

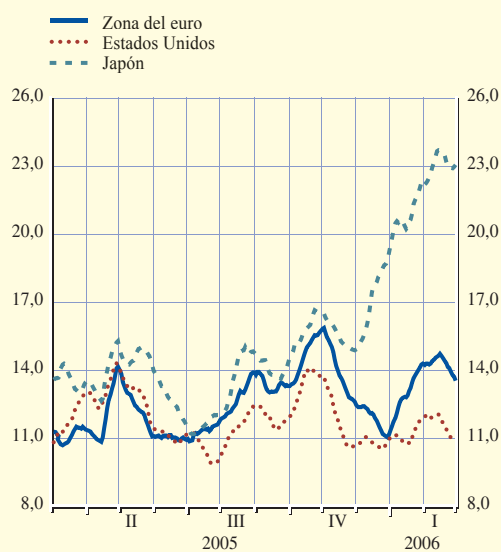
(índice: 1 marzo 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 23 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Los tres últimos meses se han caracterizado por fuertes subidas de las cotizaciones bursátiles en los principales mercados de renta variable, como reflejo del alto nivel de rentabilidad, observada y esperada, registrado a escala mundial.

En los tres últimos meses, las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro y en Estados Unidos. También aumentaron en Japón, pese a mostrar una considerable volatilidad durante el período considerado. En la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, respectivamente, ganaron en torno a un 12% y un 3% entre finales de noviembre del año 2005 y el 1 de marzo de 2006 (véase gráfico 22). Las cotizaciones japonesas, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron alrededor de un 7% durante el mismo período.

La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, permaneció prácticamente estable en Estados Unidos, creció ligeramente en la zona del euro y se acrecentó notablemente en Japón (véase gráfico 23).

En Japón, la mayor incertidumbre de los mercados de renta variable y el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles observados hacia finales del período examinado pueden relacionarse, en parte, con las investigaciones sobre la presunta manipulación del mercado por altos ejecutivos de una em-

presa japonesa que opera en Internet, realizadas a mediados de enero del 2006. En términos generales, la publicación de datos relativamente favorables sobre la economía y los beneficios empresariales consolidó, probablemente, la fuerte recuperación que las cotizaciones bursátiles japonesas venían experimentando desde comienzos del 2005.

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles subieron en los tres últimos meses, tras la publicación de resultados empresariales relativamente favorables. Por ejemplo, en febrero según datos de Thomson Financial Datastream, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 se situaba en torno al 15%, y los analistas esperaban que esta tasa se mantuviera alrededor del 12% en los próximos doce meses (véase gráfico 24). Así pues, los beneficios empresariales y las cotizaciones bursátiles estadounidenses han resistido a las nuevas subidas de los precios del petróleo registradas en los tres últimos meses y a la intensificación de las tensiones geopolíticas.

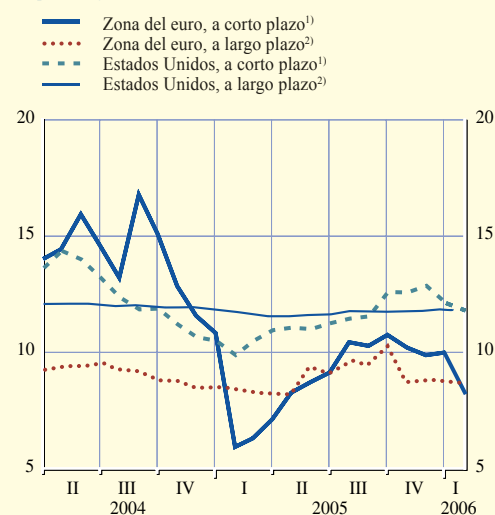
En la zona del euro, el aumento de dos dígitos de las cotizaciones bursátiles registrado en los tres últimos meses confirmó la pronunciada tendencia al alza que los precios de las acciones habían venido mostrando a lo largo del pasado año, al perdurar el fuerte crecimiento, observado y esperado, de los beneficios empresariales. En febrero, según datos de Thomson Financial Datastream, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situaba en torno al 16%, y los analistas esperaban que esta tasa fuera del 8% en los próximos doce meses.

Esta alta tasa esperada de crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro concuerda con la valoración positiva que puede deducirse de los indicadores de las encuestas de opinión de la zona. En los últimos doce meses, un elemento a destacar en los mercados internacionales de renta variable ha sido el mejor comportamiento de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, en comparación con las de Estados Unidos, lo que puede relacionarse, en cierta medida, con la ampliación del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro, y también con la depreciación del euro frente al dólar estadounidense (véase recuadro 5).

Los sectores financiero, industrial y de agua, gas y electricidad arrojaron mejores resultados que el índice general en los tres últimos meses (véase cuadro 3). El sector financiero se benefició, probablemente, del contexto actual de inflación reducida y de bajos tipos de interés, mientras que el sector industrial y el sector de agua, gas y electricidad pueden haberse visto favorecidos por el mejor clima empresarial de la zona del euro y por el aumento de los precios del petróleo observado durante este período en ese último sector.

Gráfico 24 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.
1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas a corto plazo de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista (tasas de crecimiento interanual).
2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas a largo plazo de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista (tasas de crecimiento interanual).

Cuadro 3 Variación de los precios y volatilidad histórica de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(variación de los precios en porcentaje de los precios a fin de período; volatilidad histórica en porcentaje)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	5,3	6,7	11,3	7,3	34,4	3,9	10,7	5,3	6,5	8,7	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2004 IV	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 I	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
2005 II	-0,8	1,8	2,6	11,4	2,8	5,6	5,2	10,1	-0,3	8,2	4,4
2005 III	12,5	1,7	11,8	14,1	9,8	4,5	7,0	4,8	1,3	6,5	8,1
2005 IV	6,2	4,3	0,6	-6,3	9,0	6,5	7,1	7,0	-4,1	5,7	4,5
Enero	6,0	1,1	4,4	6,0	4,7	3,0	7,1	2,3	-4,7	6,9	4,1
Febrero	1,0	1,3	3,2	-4,8	5,9	-2,9	3,6	1,7	1,7	5,2	3,0
Fin noviembre 2005 a 1 de marzo de 2006	12,7	9,1	11,9	1,5	16,4	7,2	20,0	8,6	-1,1	18,6	12,4
Volatilidad (medias del período)											
2004 IV	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 I	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
2005 II	13,1	10,1	11,0	13,8	10,7	14,9	11,8	17,1	12,1	12,3	10,3
2005 III	12,8	8,4	12,2	15,9	11,2	12,0	9,4	18,0	10,9	12,3	10,0
2005 IV	13,2	10,4	11,3	20,1	10,6	13,6	11,3	14,7	11,0	11,3	10,2
Enero	17,5	10,3	12,6	13,2	14,7	13,6	14,9	18,4	16,0	12,4	11,8
Febrero	10,4	9,2	10,5	17,8	10,3	11,9	8,7	11,4	13,2	14,7	8,5
Fin noviembre 2005 a 1 de marzo de 2006	12,9	9,3	10,6	14,9	11,7	13,2	10,9	13,6	12,7	13,2	9,6

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: La volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los índices a lo largo del período. Los índices sectoriales figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.

Recuadro 5

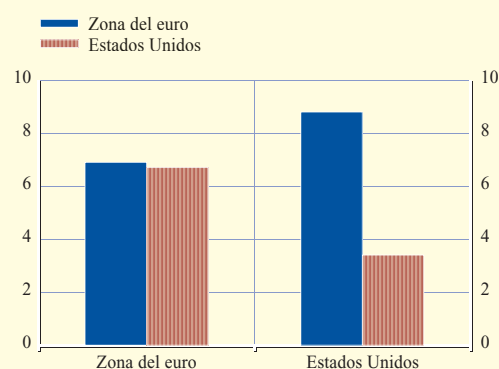
FACTORES DETERMINANTES DE LA RECIENTE DISOCIACIÓN DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

En los últimos años, las cotizaciones bursátiles han registrado grandes ganancias en la zona del euro, mientras que se han estancado en Estados Unidos. Entre finales de diciembre del 2004 y finales de diciembre del 2005, el índice amplio Dow Jones EURO STOXX aumentó vertiginosamente, casi un 23%, frente al incremento de algo menos del 4% del índice Standard & Poor's 500. El hecho de que las cotizaciones de la zona del euro se hayan comportado mucho mejor que las de Estados Unidos puede parecer difícil de conciliar con el relativamente moderado crecimiento económico, tanto real como esperado, de la zona del euro. En todo caso, esto debería haber favorecido a la renta variable de Estados Unidos. En este recuadro se sugiere que una serie de otros factores fundamentales, incluida una evolución más favorable de los beneficios empresariales, un euro más débil frente al dólar estadounidense e incrementos de los tipos de interés más moderados en la zona del euro, podrían explicar por qué el mercado de valores de la zona del euro ha superado al de Estados Unidos.

Para evaluar los factores que pueden haber ampliado la brecha entre las cotizaciones de las dos áreas económicas, podría ser útil recordar que, en teoría, el precio de una acción es igual a la suma de di-

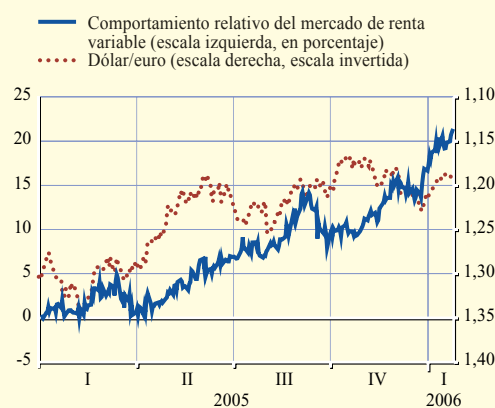
Gráfico A Grado de sorpresa en los beneficios de la zona del euro y de Estados Unidos

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El grado de sorpresa en cuanto a los beneficios se mide como la diferencia entre el crecimiento anual real de los beneficios y el crecimiento de los beneficios esperados en diciembre del año anterior.

Gráfico B Comportamiento relativo de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos, y tipo de cambio euro/dólar



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

videndos futuros esperados descontados por una medida del tipo de interés sin riesgo más la prima de riesgo que los inversores demandan para mantener acciones. Al efectuar esta valoración, los dividendos futuros esperados pueden sustituirse por expectativas de beneficios, suponiendo que una fracción dada de los beneficios se pagará en forma de dividendos. Por lo tanto, las diferencias en las tendencias de las cotizaciones bursátiles de las dos economías deben tener su origen en diferencias de rentabilidad, tipos de interés y primas de riesgo de las acciones.

Por lo que se refiere a la evolución de la rentabilidad relativa, según los datos de beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX y del índice Standard & Poor's 500 proporcionados por Thomson Financial Datastream, los beneficios por acción crecieron mucho más en la zona del euro que en Estados Unidos, tanto en el 2004 como en el 2005. El crecimiento de los beneficios en el 2005 no sólo fue más intenso en la zona del euro que en Estados Unidos, sino que también fue mucho más vigoroso de lo que se esperaba un año antes. En diciembre del 2004, los analistas esperaban que, en el 2005, los beneficios por acción crecieran un 11,6% en la zona del euro, pero en realidad aumentaron un 18,3%, casi 7 puntos porcentuales más de lo esperado. En Estados Unidos, los beneficios por acción crecieron un 14,1% en el 2005, en torno a 3 puntos porcentuales más de lo esperado en diciembre del 2004 (gráfico A).

Otro factor que puede explicar las diferencias entre la evolución del mercado de valores de la zona del euro y la del de Estados Unidos es el tipo de cambio. Las acusadas variaciones del tipo de cambio pueden afectar tanto a los beneficios declarados como a las percepciones del mercado relativas a las perspectivas de beneficios. El impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre los beneficios de una sociedad concreta y, en última instancia, sobre un índice amplio de renta variable, será claramente distinto, dependiendo de si las empresas están más orientadas a la importación o a la exportación, de modo que —a nivel agregado— su signo es difícilmente identificable y, por tanto, se convierte en una cuestión empírica. El gráfico anterior muestra el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense y el comportamiento relativo de los mercados de valores de las dos economías. Dado que el mejor comportamiento de la renta variable de la zona del euro parece estar

estrechamente relacionado con la depreciación del euro frente al dólar a lo largo del 2005, parece razonable suponer que esto último contribuyó a la evolución más favorable de los beneficios empresariales en la zona del euro, en comparación con los de las empresas norteamericanas en el 2005, posiblemente a través de las correspondientes ganancias generales en la competitividad de las exportaciones.

Como se ha mencionado anteriormente, la evolución de los tipos de interés es importante para las cotizaciones bursátiles porque afecta al factor de descuento que los inversores emplean para evaluar las acciones. A efectos de calibrar el efecto de los tipos de interés sobre las cotizaciones, resulta útil analizar el rendimiento real a largo plazo en términos empíricos. En igualdad de condiciones, cuando el rendimiento aumenta, las cotizaciones suelen tender a caer. Los efectos de los factores de descuento sobre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos en el 2005 deben de haber sido menos favorables que los de la zona del euro. Por ejemplo, el rendimiento real a largo plazo de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro (con vencimiento en el 2012) apenas varió entre diciembre del 2004 y diciembre del 2005, mientras que el de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2011 de Estados Unidos se incrementó 80 puntos básicos aproximadamente. Así pues, es probable que el fuerte crecimiento registrado en el rendimiento de los bonos reales contrarreste en parte el impacto de la evolución generalmente positiva de los beneficios en el mercado de renta variable de Estados Unidos.

Además, las cotizaciones de la zona del euro en el 2005 pueden haberse visto beneficiadas por la percepción existente entre los inversores de que las acciones de Estados Unidos conllevaban riesgos más elevados que la renta variable de la zona del euro. En el 2005, por ejemplo, en respuesta a la pregunta relativa a la región en la que consideraban que se encontraban los mercados de renta variable más sobrevalorados y más infravalorados (pregunta realizada en la encuesta mensual a los gestores de fondos globales de Merrill Lynch), un porcentaje neto medio (es decir, el porcentaje de «más sobrevalorados» menos el porcentaje de «más infravalorados») cercano al 50% de los gestores que participaron en la encuesta percibían que los mercados de renta variable de Estados Unidos estaban más sobrevalorados. En cuanto a la zona del euro, este porcentaje neto alcanzó un promedio cercano al -16%, lo que indica que los gestores de fondos tendían a percibir que el mercado de renta variable de la zona estaba infravalorado. Tal percepción puede haber inducido a los inversores institucionales, en particular, a dar más peso en sus carteras a la renta variable de la zona del euro y a dar menos peso a la de Estados Unidos, afectando con ello a la evolución relativa de las cotizaciones bursátiles.

Como el aumento de las cotizaciones bursátiles en ambos lados del Atlántico fue generalizado, las diferencias entre el comportamiento general del mercado de renta variable en la zona del euro y el de Estados Unidos se ven, en general, reflejadas de modo adecuado en el comportamiento correspondiente de los diferenciales entre sectores. Sin embargo, el sector financiero de la zona del euro —que tiene un peso mayor en el índice Dow Jones EURO STOXX que en el correspondiente sector de Estados Unidos en el índice Standard & Poor's 500— creció un 29% entre finales del 2004 y finales del 2005. El mismo sector en Estados Unidos aumentó mucho menos, a saber, en torno a un 3,5%, durante el mismo período. Esta diferencia en el comportamiento de los sectores financieros amplió la disociación de la evolución de los índices bursátiles en las dos economías. Un posible factor determinante del mayor aumento registrado en el precio de las acciones financieras en Europa en los últimos años puede encontrarse en las especulaciones existentes en el mercado acerca de los nuevos avances realizados en la concentración del sector bancario europeo. Así pues, las expectativas del mercado de nuevas concentraciones transfronterizas pueden haber impulsado al alza los precios de las acciones de los bancos europeos (en particular, las de los bancos que son posibles objetivos).

En general, el mejor comportamiento de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro con respecto al de las de Estados Unidos en el 2005 contribuyó a compensar algunas de las diferencias prevalecientes en las medidas con las que se evalúa el mercado de renta variable, como las ratios precio-beneficio de las dos economías, por lo que puede considerarse parte de un proceso de equilibrio. A finales del 2004, la ratio de precio de las acciones en relación con los beneficios de las empresas en los doce meses anteriores fue de 20,5 para empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500, mientras que —medido por el índice Dow Jones EURO STOXX— se situó en 14,3 en la zona del euro. El movimiento relativo tanto de los índices de renta variable como de los beneficios empresariales en el 2005 acercó aún más las dos ratios precio-beneficio a 18,5 y 15,9, respectivamente, a finales de año.

2.6 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En el cuarto trimestre del 2005, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se mantuvo reducido en términos históricos. Durante ese período, la financiación mediante préstamos de las sociedades no financieras aumentó de nuevo, mientras que la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo moderada, y la de acciones cotizadas repuntó ligeramente. Como consecuencia del actual aumento del crecimiento de la financiación mediante deuda, la deuda del sector en relación con el PIB volvió a incrementarse en el último trimestre del 2005.

COSTES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, que se calcula ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos (corregidos de efectos de valoración) se mantuvo reducido, en términos históricos, hasta finales del cuarto trimestre del

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

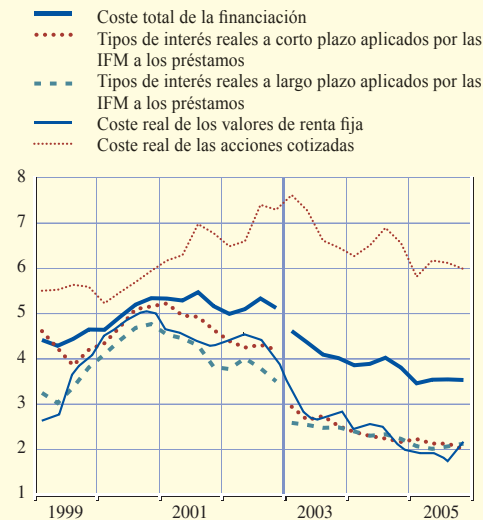
							Variaciones en puntos básicos hasta dic 2005		
	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Nov	2005 Dic	2004 Dic	2005 Sep	2005 Nov
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,25	5,26	5,13	5,13	5,09	5,13	-12	0	4
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,98	3,91	3,88	3,81	3,92	3,99	1	18	7
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,44	4,33	4,20	4,04	3,99	4,07	-37	3	8
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,05	3,01	2,94	2,94	3,07	3,20	16	26	13
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,06	4,04	3,89	3,87	3,98	3,95	-11	8	-2
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,17	2,14	2,11	2,14	2,36	2,47	30	33	11
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,36	2,49	2,07	2,21	2,73	2,80	44	59	7
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,93	3,08	2,58	2,60	3,10	3,07	14	48	-3

Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro 3, titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

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

(en porcentaje)

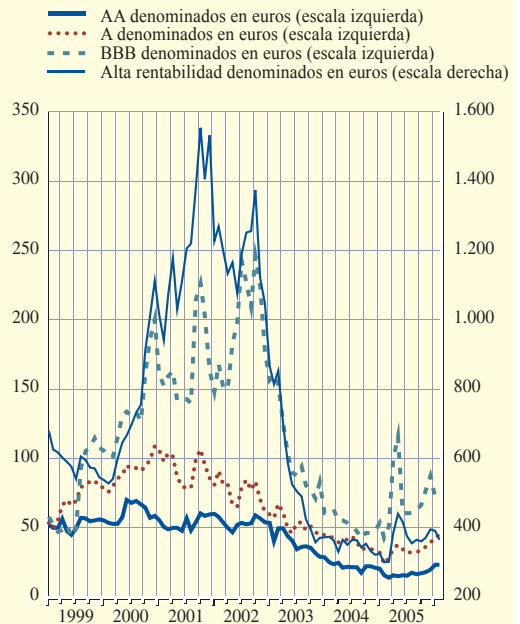


Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecast.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

Gráfico 26 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

2005 (véase gráfico 25)³. Aunque el coste real de la financiación mediante deuda se incrementó moderadamente, el coste real de la emisión de acciones cotizadas disminuyó en ese mismo período.

El coste real de los préstamos bancarios se mantuvo sin variaciones, en niveles reducidos en el cuarto trimestre. En cuanto al detalle por plazos, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos (sin fijación del tipo y período inicial de fijación hasta un año) concedidos a las sociedades no financieras se incrementaron de 20 a 25 puntos básicos, aproximadamente, en el cuarto trimestre, reflejando con ello la subida de los tipos de interés del mercado monetario en ese mismo período (véase cuadro 4). Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos (con período inicial de fijación de más de cinco años) a las citadas sociedades únicamente se elevaron unos cinco puntos básicos en el cuarto trimestre. Esto se debió, fundamentalmente, al lento proceso de transmisión del incremento del rendimiento de la deuda pública correspondiente a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos bancarios reducidos en los últimos meses.

Además, según se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no se modificaron en los dos últimos trimestres, lo que apunta a la persistencia de unas condiciones de crédito favorables⁴.

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

4 Véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de febrero del 2006.

El coste real de la financiación mediante valores de renta fija para las sociedades no financieras se incrementó en el cuarto trimestre, como consecuencia de la subida de los tipos de interés de mercado y de una ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada, aunque, en términos históricos, permaneció en un nivel reducido (véase gráfico 26). El aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada puede ser consecuencia de un cambio en la percepción del riesgo de crédito, hacia un ligero deterioro de la calidad del crédito de las sociedades no financieras. Esto puede estar relacionado con las expectativas de los mercados de un aumento de la carga de intereses de las empresas, junto con unas ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras en aumento, aunque la rentabilidad empresarial continuó siendo elevada.

En el cuarto trimestre del 2005, el coste real de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras descendió, como consecuencia, en gran parte, de la positiva evolución de los mercados de renta variable. Al mismo tiempo, el coste real de las acciones continuó siendo considerablemente más elevado que el de la financiación mediante deuda.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el tercer trimestre del 2005, la rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro, medida en términos de diversas ratios de beneficios basadas en datos de los estados financieros agregados de sociedades no financieras cotizadas de la zona, se mantuvo elevada (véase gráfico 27)⁵. Una causa importante del aumento de las ratios de beneficios ha sido la disminución de los gastos de explotación en relación con las ventas, lo que indica que las sociedades no financieras han adoptado medidas de reestructuración con resultados positivos. En cuanto a la evolución en los distintos sectores, el nivel de rentabilidad (medido a partir del resultado de explotación y del resultado neto en relación con las ventas)⁶, en los sectores mayorista y de comercio al por menor, tomados conjuntamente, ha sido, en general, inferior al de todas las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Además, la recuperación de la rentabilidad ha sido inferior a la del sector manufacturero, por ejemplo, así como a la del sector de transportes y comunicaciones, según la evidencia que aportan los estados financieros agregados. Esta evidencia parece ser acorde con un consumo privado relativamente débil en la zona del euro.

En los próximos doce meses, las medidas de la rentabilidad basadas en los mercados de valores indican que se espera que el crecimiento de la rentabilidad de grandes empresas cotizadas se modere ligeramente, aunque es probable que se mantenga en niveles positivos (véase gráfico 27)⁷.

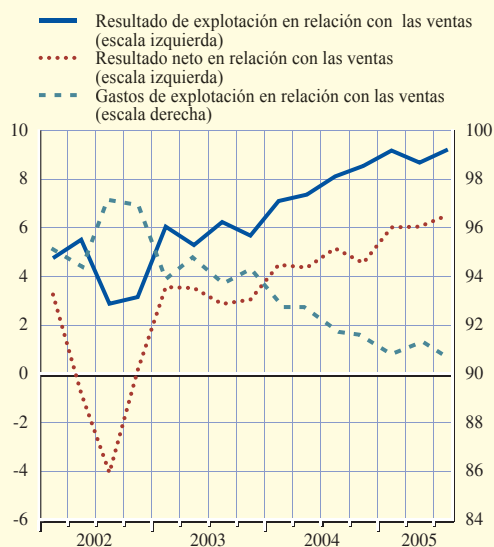
5 Véase el artículo titulado «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

6 El resultado de explotación se define como las ventas menos los gastos de explotación. El resultado neto se refiere al resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios.

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

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

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Notas: El cálculo se basa en los estados financieros trimestrales agregados de sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. Los valores atípicos se han eliminado de la muestra. El resultado de explotación se define como las ventas menos los gastos de explotación; el resultado neto es el resultado de explotación más otros ingresos y gastos, entre los que se incluyen impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Saldo vivo a fin del último trimestre disponible (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
		2004	2005	2005	2005	2005
		IV	I	II	III	IV
Préstamos de IFM	3.408	5,4	5,9	6,5	7,3	8,0
Hasta un año	1.038	2,4	3,8	5,6	5,6	5,9
De uno a cinco años	592	6,0	6,7	6,2	6,6	8,6
Más de cinco años	1.778	7,0	6,9	7,2	8,5	9,0
Valores distintos de acciones	612	1,4	4,3	3,0	2,8	3,2
A corto plazo	89	-3,8	3,0	-2,9	-1,5	-1,2
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	523	2,4	4,6	4,3	3,6	4,1
A tipo fijo	414	-1,1	0,6	0,7	0,3	0,4
A tipo variable	93	30,9	27,4	26,3	18,4	21,0
Acciones cotizadas	3.668	0,8	0,6	0,6	0,5	1,0
Pro memoria²⁾						
Total financiación	8.124	1,8	2,0	2,8	2,8	4,25
Préstamos a sociedades no financieras	3.912	2,2	3,2	4,2	4,6	5,5
Reservas de fondos de pensiones de sociedades no financieras	306	4,8	4,7	4,5	4,6	4,5

Fuente: BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las estadísticas de las cuentas financieras. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones cotizadas y reservas de los fondos de pensiones. Los préstamos a las sociedades no financieras comprenden los préstamos concedidos por las IFM y otras instituciones financieras. Las tasas correspondientes al último trimestre se han estimado utilizando datos que se recogen en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.

Además del recurso a una abundante financiación interna, las sociedades no financieras volvieron a incrementar su demanda de financiación externa en el cuarto trimestre del 2005 (véase gráfico 28). La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras se elevó hasta el 2,8% en el cuarto trimestre, desde el 2,3% del tercero. Esta evolución fue consecuencia, fundamentalmente, de un nuevo aumento de la contribución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y de una contribución ligeramente superior de las acciones cotizadas emitidas por estas sociedades. La contribución de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo moderada.

En particular, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó hasta el 8% a finales del cuarto trimestre, desde el 7,3% del tercer trimestre (véase cuadro 5). La financiación mediante préstamos bancarios resultó favorecida por su reducido coste real, por unos criterios favorables de concesión del crédito y por un incremento de la confianza en algunos sectores de la economía. En cuanto al detalle por plazos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo de las IFM volvió a elevarse a finales del último trimestre, hasta el 9%, desde el 8,5% del trimestre precedente, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo ascendió hasta el 5,9% a finales del cuarto trimestre, desde el 5,6% del tercero. El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo de las IFM está en consonancia con la recuperación de la formación de capital fijo en la zona del euro y con la evidencia aportada por la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006, en la que se indicó que uno de los factores que contribuyeron al aumento de la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras fue la inversión en capital fijo. A diferencia de los préstamos de las IFM, según la evidencia disponible hasta finales del tercer trimestre, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras por instituciones distintas de las IFM siguió siendo negativa.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras seguía siendo moderada, del 3,2%, a finales del cuarto trimestre, frente al 2,8% del tercero. Entre los factores que posiblemente influyeron en este moderado crecimiento, en un período caracterizado por un coste real favorable de la financiación mediante valores de renta fija, se encuentran la abundante disponibilidad de financiación interna, un pronunciado crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras, y un nivel comparativamente elevado de amortizaciones de valores distintos de acciones. La emisión directa de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras puede haberse reemplazado, en cierta medida, por la financiación indirecta a través de instituciones financieras no monetarias, como los fondos de titulización, que emitieron valores distintos de acciones a una tasa de crecimiento interanual del 24,1% a finales del cuarto trimestre, desde el 21,4% del tercero. Aunque las tasas de variación interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo y de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo emitidos por las sociedades no financieras han sido muy reducidas, e incluso negativas, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó siendo elevada en el cuarto trimestre del 2005.

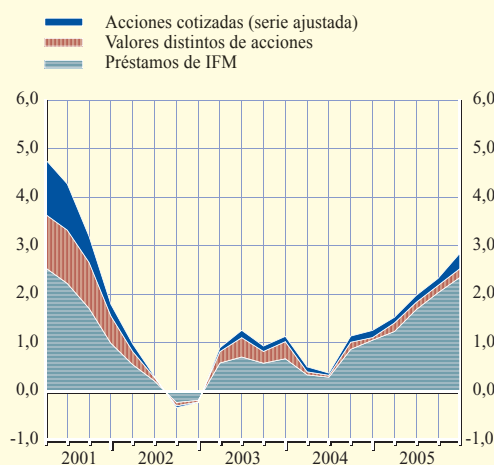
Tras un período de emisiones netas muy moderadas, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 1% a finales del cuarto trimestre, desde el 0,5% del tercero. Entre los factores que explican este aumento se incluyen una evolución favorable de los mercados bursátiles, que redujo el coste real de la emisión de acciones, así como cierta actividad de privatización por parte de los Gobiernos. La recuperación de la emisión de acciones se respaldó en la tendencia a realizar emisiones brutas, a través de ofertas públicas iniciales y ofertas públicas secundarias. En comparación con el intenso crecimiento de la financiación mediante deuda, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo baja, probablemente como consecuencia del mayor coste real de las acciones, en comparación con el coste real de la financiación mediante deuda y la mayor importancia de los programas de compra de acciones.

POSICIÓN FINANCIERA

El crecimiento actual de la financiación total mediante deuda por parte de las sociedades no financieras se tradujo en un nuevo aumento de la deuda del sector en relación con el PIB en el cuarto trimestre del 2005, hasta el 62,8% (véase gráfico 29). Esto puede indicar que, en promedio, el período de reestructuración de balances ha concluido. En un contexto de aumento de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro, parece que unas condiciones de financiación favorables y unas expectativas de beneficios relativamente optimistas han llevado a las empresas a aumentar su endeudamiento y a invertir. En cuanto a la evidencia por sectores, al parecer, las sociedades no financieras cotizadas de la mayor parte de los sectores empezaron a incrementar su deuda en relación con los activos totales en el 2005, tras una reducción generalizada del apalancamiento en el 2004.

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

(tasas de variación interanual)

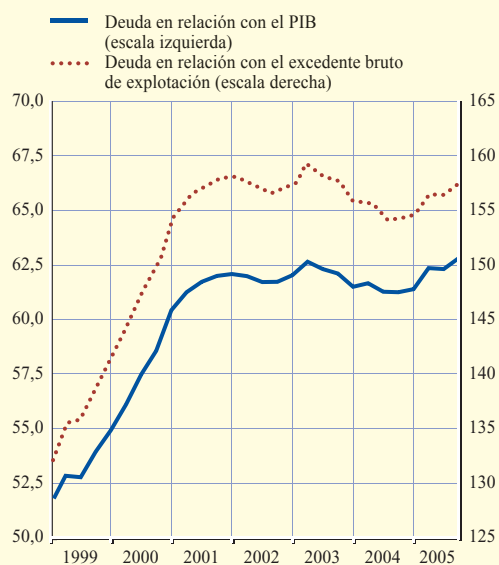


Fuente: BCE.

Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

Gráfico 29 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

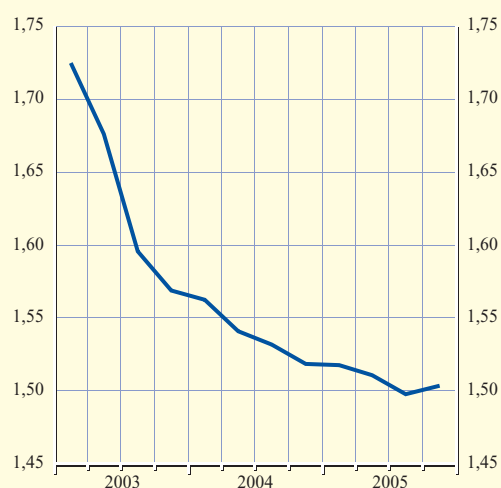


Fuentes: BCE y Eurostat.

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

Gráfico 30 Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los pagos netos por intereses se refieren a los pagos por intereses de los préstamos de las IFM denominados en euros menos los intereses a los que se remunerarán los depósitos en las IFM denominados en euros.

En conjunto, a pesar de los incrementos recientes de los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras, su situación financiera parece ser, en general, favorable en estos momentos, principalmente como consecuencia de los sólidos beneficios empresariales y de la persistencia de una carga de intereses reducida (véase gráfico 30).

2.7 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El endeudamiento de los hogares volvió a incrementarse en el cuarto trimestre del 2005, como consecuencia del intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo. La demanda de préstamos siguió impulsada por unas condiciones de financiación favorables y una evolución vigorosa del mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. Como resultado del fuerte crecimiento del endeudamiento, la deuda de los hogares de la zona del euro, medida en porcentaje del PIB, aumentó de nuevo, aunque se mantuvo en niveles que siguen siendo relativamente moderados a escala internacional.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

La información procedente de las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y de la encuesta sobre préstamos bancarios⁸ apunta a la persistencia de unas condiciones de financiación

⁸ Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2006», en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

favorables para el sector hogares de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2005.

En términos de medias intertrimestrales, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda en el último trimestre apenas registraron variaciones con respecto al trimestre anterior. Aunque los tipos de interés aplicados a los préstamos a más corto plazo se incrementaron ligeramente, los aplicados a los préstamos a más largo plazo volvieron a disminuir levemente, reduciendo el diferencial implícito entre los tipos a más largo plazo y a más corto plazo hasta el nivel más reducido observado desde que se inició la serie, a principios del 2003. Si se consideran los meses individuales, los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda aumentaron a todos los plazos entre noviembre y diciembre del 2005 (véase gráfico 31).

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo fue ligeramente divergente, y, el promedio en el cuarto trimestre del 2005 fue algo más bajo que en el tercer trimestre, en lo que respecta tanto a los préstamos a corto como a largo plazo. No obstante, en diciembre, los tipos aplicados al crédito al consumo a más corto plazo se elevaron ligeramente, mientras que los aplicados a los préstamos a más largo plazo siguieron disminuyendo.

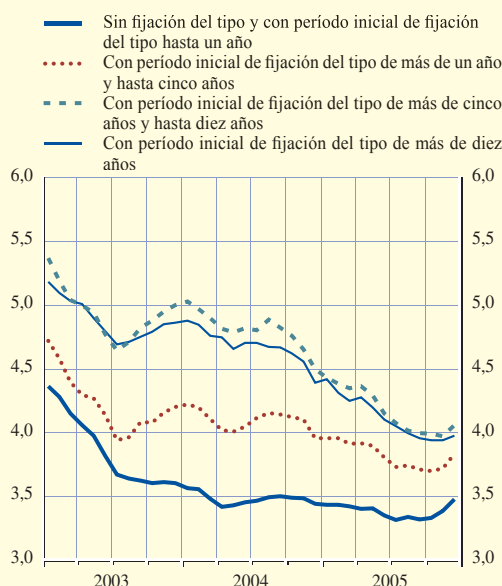
En la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2006, las entidades participantes indicaron que, en general, se habían endurecido ligeramente los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo, si bien la variación con respecto al trimestre anterior fue relativamente reducida para el crédito al consumo. En el caso de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda, la diferencia observada entre la encuesta de octubre del 2005 y la de enero del 2006 fue reflejo, en particular, de la percepción de mayor competencia de otras entidades, aunque en el caso de los criterios de concesión del crédito al consumo, fue resultado, principalmente, de los riesgos relacionados con la menor solvencia de los consumidores. En todos los casos, los cambios en los criterios de aprobación se plasmaron, fundamentalmente, en un aumento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos al sector hogares, medida por los datos de las cuentas financieras trimestrales, se elevó hasta el 8,6% en el tercer trimestre del 2005 (el período más reciente para el que se dispone de datos), desde el 8,5% del trimestre precedente. Los datos sobre los préstamos de las IFM, que constituyen aproximadamente el 90% del saldo vivo total de los préstamos a hogares, sugieren que este fortalecimiento continuó en el cuarto trimestre del 2005. Desde mediados del 2003, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares concedidos por las instituciones finan-

Gráfico 31 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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

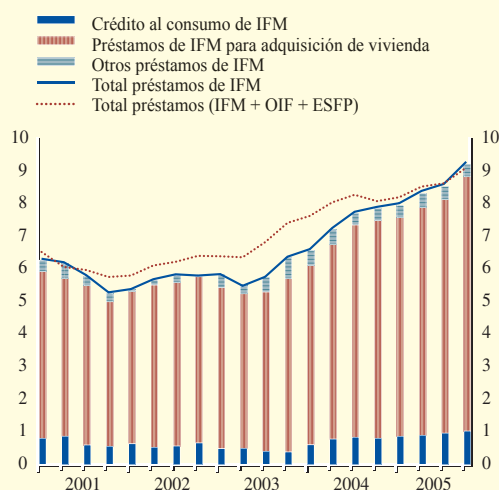


Fuente: BCE.

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

Gráfico 32 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

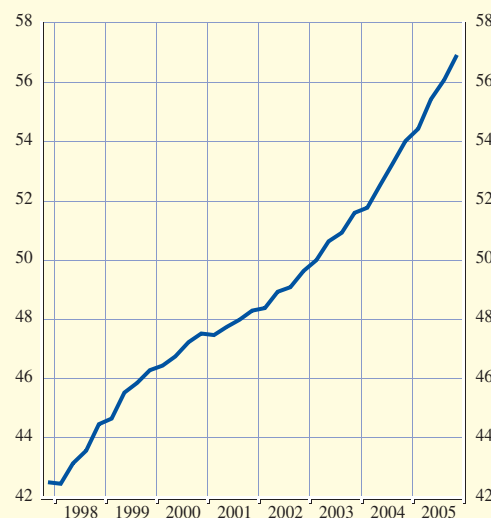


Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos (IFM + OIF + ESFP) en el cuarto trimestre del 2005 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 33 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

cieras no monetarias, que incluyen a otros intermediarios financieros (OIF) y a las empresas de seguros y los fondos de pensiones (ESFP), ha disminuido considerablemente (véase gráfico 32). En el recuadro 6 se considera la evolución y las características de los préstamos de las instituciones financieras no monetarias a los hogares de la zona del euro.

Si se consideran los datos de las IFM disponibles hasta enero del 2006, la evolución del endeudamiento de los hogares siguió fortaleciéndose y continuó impulsado, fundamentalmente, por la elevada demanda de préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda fue del 11,7% en enero, tras registrar unas medias del 11% y el 10,7% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2006, la intensa demanda de hipotecas se sustenta en la positiva valoración de los hogares de las perspectivas del mercado de la vivienda y en una pronunciada mejora de la confianza de los consumidores.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo fue del 8% en enero, tras registrar unas tasas medias del 7,8% y el 6,9% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente. Este incremento es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, en la que las entidades participantes indicaron que, en general, la demanda de crédito al consumo había seguido siendo intensa, respaldada en una mejora de la confianza de los consumidores y de un elevado gasto en bienes de consumo duradero. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares fue del 1,8% en enero, tras registrar unas medias del 2,3% y el 2,2% en el cuarto y tercer trimestres del 2005, respectivamente.

POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia del persistente e intenso crecimiento del endeudamiento de los hogares, la deuda de este sector en relación con el PIB aumentó de nuevo, y se estima que, en el cuarto trimestre del 2005, fue de aproximadamente el 57% del PIB (véase gráfico 33), debido, principalmente, a la evolución de la deuda a largo plazo. A pesar de este persistente incremento, el nivel de endeudamiento ha seguido siendo relativamente moderado en términos internacionales. La carga financiera total del sector hogares (pagos de intereses más devoluciones del principal) en porcentaje de la renta disponible prácticamente no ha registrado variaciones en los últimos años, debido a los bajos tipos de interés vigentes.

Recuadro 6

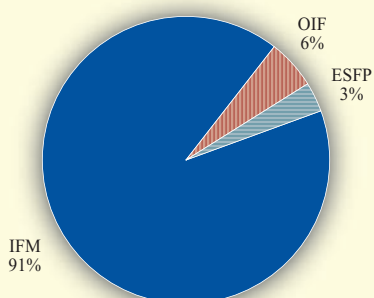
EVOLUCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS A LOS HOGARES

Como se menciona en el texto principal, los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) representan la fuente de financiación más importante de los hogares. Según las cuentas financieras trimestrales de la Unión Monetaria, los préstamos de las IFM suponen algo más del 90% del saldo total (véase gráfico A)¹, mientras que los préstamos de las instituciones financieras no monetarias (no-IFM) representan el resto. Los préstamos de las no-IFM incluyen préstamos concedidos por otros intermediarios financieros (OIF) y por empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP). Aunque los préstamos de las no-IFM representan un porcentaje reducido de los préstamos a los hogares, su evolución en los últimos dos años ha sido mucho más vigorosa que la de los préstamos concedidos por las IFM y, por tanto, han tenido un efecto perceptible en la intensidad de crecimiento de los préstamos totales a los hogares y han contribuido a la tasa de crecimiento interanual hasta en 1 punto porcentual (véase gráfico B). Dado lo anterior, en este recuadro se examina la evolución de la dinámica de los préstamos concedidos por las no-IFM a los hogares y se ofrece información sobre sus características. Sólo se dispone de datos hasta el tercer trimestre del 2005 (los datos para el cuarto trimestre del 2005 se harán públicos a comienzos de mayo del 2006).

¹ Cabe observar que los datos de los préstamos de las no-IFM no abarcan, por lo general, a toda la población de instituciones, lo que supone que es probable que se produzca una ligera infravaloración. Como consecuencia, estos datos se han de evaluar con cierta cautela.

Gráfico A Préstamos totales a hogares

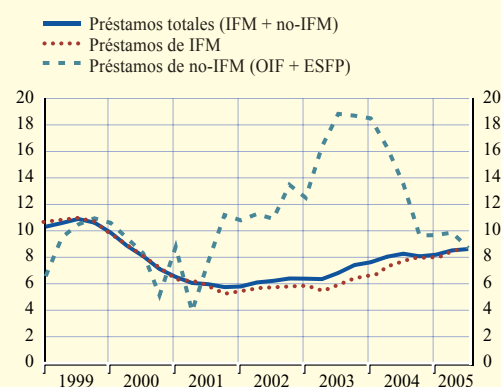
(porcentaje del saldo vivo total; III 2005; fin de trimestre)



Fuentes: BCE.

Gráfico B Préstamos totales concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; fin de trimestre)

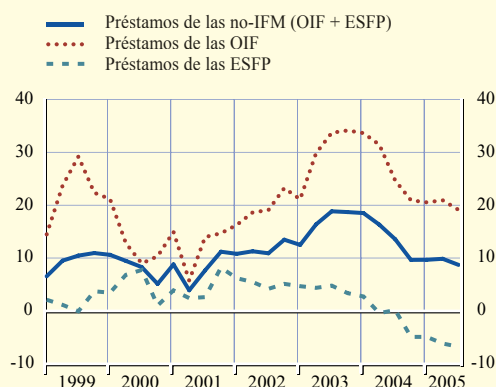


Fuente: BCE.

Actualmente, en torno al 65% de los préstamos concedidos por las no-IFM son atribuibles a préstamos de los otros intermediarios financieros. Este sector se compone de entidades muy distintas, tales como fondos de inversión, fondos de titulización y sociedades de valores. El restante 35% es atribuible a los préstamos concedidos por las ESFP. En el gráfico C se muestra que el hecho de que el crecimiento de los préstamos otorgados por las no-IFM haya sido mucho más intenso que el de los préstamos concedidos por las IFM en los últimos años se ha debido por completo a la sólida evolución de los préstamos concedidos por los OIF, dado que el crecimiento de los préstamos de las ESFP ha seguido una tendencia general a la baja desde finales del 2001 y ha sido uniformemente menor que el crecimiento de los préstamos de las IFM. Desde mediados del 2004, el crecimiento de los préstamos de las ESFP ha sido incluso un negativo.

Gráfico C Préstamos de las no-IFM concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

El grueso de los préstamos de las no-IFM a los hogares refleja un endeudamiento a largo plazo (en torno al 97% en el caso de los OIF y del 95% en el caso de las ESFP). Esta característica se ha mantenido durante el período para el que se dispone de datos, y sugiere que los préstamos de las no-IFM a los hogares son predominantemente préstamos (con garantías) para adquisición de vivienda. Esta estructura es, en general, similar en todos los países de la zona del euro. En comparación, los préstamos de las IFM también constituyen predominantemente deuda a largo plazo (en torno al 93%), lo que refleja, en concreto, el hecho de que los préstamos para adquisición de vivienda representen en torno al 70% de todos los préstamos a hogares de las IFM.

Es probable que el intenso crecimiento de los préstamos de los OIF sea consecuencia de la titulización. Por ejemplo, se dispone de evidencia acerca de que en varios países de la zona del euro se observó en el 2004 un volumen considerable de titulizaciones fuera de balance. La titulización de los préstamos fuera de balance supone habitualmente la transferencia de los préstamos desde el balance de las IFM al balance de un fondo de titulización, lo que reduce así el importe de los préstamos de las IFM (tanto en términos de saldos como de flujos), al tiempo que aumenta el de los préstamos de los OIF².

En una comparación entre países se observa que la mayor proporción de préstamos de los OIF en el endeudamiento total de los hogares se encuentra en los Países Bajos, seguido de España e Italia. España y los Países Bajos son también los países en los que el crecimiento de los préstamos de los OIF ha sido, en promedio, más significativo en los últimos años. En estos países, la gran mayoría de estos préstamos consistía en hipotecas titulizadas, en un entorno en que los préstamos para adquisi-

2 Existen dos tipos de titulización de préstamos: la titulización fuera de balance y la titulización sintética. Mientras que la titulización fuera de balance supone la transferencia real de préstamos desde el balance del acreedor inicial, la titulización sintética sólo transfiere el riesgo de crédito asociado, mientras que los préstamos permanecen en el balance del acreedor inicial. Véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de septiembre del 2005, titulado «El impacto de la titulización de préstamos de las IFM en el análisis monetario de la zona del euro».

ción de vivienda han experimentado un fuerte crecimiento. Por otra parte, los préstamos de las ESFP son relativamente importantes como fuente de financiación de los hogares de Alemania, los Países Bajos y Francia. El lento crecimiento de los préstamos de las ESFP observado durante los últimos años puede estar relacionado con cambios en los sistemas impositivos de algunos países de la zona del euro, que convierten a las ESFP en una fuente de financiación externa menos atractiva.

Para concluir, el sector no-IFM ha tenido bastante importancia en la evolución general de los préstamos a los hogares durante los últimos años. De cara al futuro, es probable que esta importancia continúe. Por ejemplo, a medida que los sistemas de seguridad social basados en el reparto de una serie de países se complementan con sistemas de capitalización, los hogares generarán cada vez más activos frente a las ESFP que pueden utilizar para endeudarse. Por lo tanto, cualquier análisis de la financiación de las familias tendrá que ir más allá de los préstamos de las IFM e incluir también una evaluación de los préstamos de los OIF y de las ESFP, lo que será posible con la publicación de datos más puntuales y detallados de los balances de estas instituciones.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación de la zona del euro se elevó hasta el 2,4% en enero. Aunque la evolución a corto plazo del IAPC esté dominada por las fluctuaciones de los precios de la energía, los últimos indicadores muestran que, hasta el momento, las recientes subidas de los precios energéticos han tenido efectos indirectos reducidos y que se ha mantenido la moderación salarial. Al mismo tiempo, se espera que las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos incidan de forma significativa en la inflación en el 2006 y 2007. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, existen perspectivas de varios riesgos alcistas, especialmente en relación con el comportamiento futuro de los precios del petróleo y con posibles efectos secundarios en la fijación de precios y salarios. Además, nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos podrían ejercer también presiones al alza sobre la inflación de la zona del euro.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE FEBRERO DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC disminuyó en febrero, hasta el 2,3%, desde el 2,4% de enero (véase cuadro 6), lo que indica que, tras el repunte registrado en enero, la inflación interanual podría volver a descender. Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes, esta reducción podría estar relacionada con el componente de precios energéticos, cuya tasa de variación interanual habrá experimentado, probablemente, un leve descenso en febrero, como consecuencia de un efecto de base.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA ENERO DEL 2006

Tras disminuir de forma constante desde septiembre, la inflación medida por el IAPC general aumentó en enero, hasta el 2,4%, desde el 2,2% del mes anterior. El repunte de la inflación fue debido a la subida de los precios de la energía y a un efecto de base sobre los precios de los alimentos no elaborados.

Como resultado del aumento de los precios del petróleo registrado en enero, la tasa de variación interanual de los precios energéticos se elevó en 2,4 puntos porcentuales, hasta el 13,6%, como consecuencia, principalmente, del incremento de los precios de los combustibles para calefacción y para transporte y también de la persistente subida de los precios del gas. Los precios de los alimentos no elaborados crecieron un 2% en tasa interanual en enero, en comparación con el 1,5% de diciembre, debido a un efecto de base derivado de la moderada evolución de los precios de las hortalizas observada en enero del 2005.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2005 Sep	2005 Oct	2005 Nov	2005 Dic	2006 Ene	2006 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3
Energía	4,5	10,1	15,0	12,1	10,0	11,2	13,6	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	1,0	1,1	1,5	1,5	2,0	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,3	2,4	2,6	1,8	1,8	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	.
Servicios	2,6	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,3	4,1	4,4	4,2	4,2	4,7	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	52,2	49,3	47,9	48,5	52,5	51,8
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	13,2	17,4	22,5	29,8	23,1	23,2

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

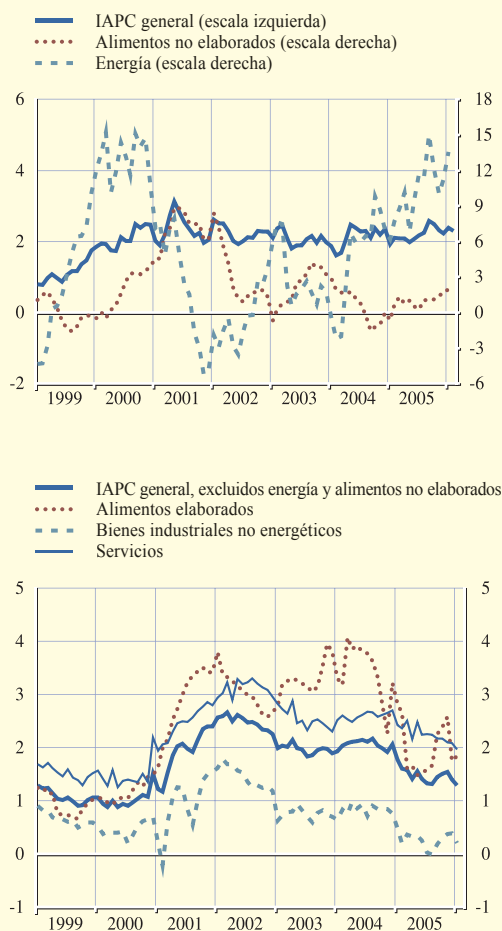
1) La inflación medida por el IAPC de febrero del 2006 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

En contraste con la tasa de inflación medida por el índice general, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, descendió ligeramente en enero, hasta el 1,3%, desde el 1,4% de diciembre. Por lo que se refiere a los componentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados permaneció estable en el 1,8%. Los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron la contención observada desde comienzos del 2005, al subir sólo un 0,2% en tasa interanual en enero, debido a las rebajas estacionales del vestido y calzado (véase gráfico 34). También persistió la tendencia a la baja de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, como consecuencia, probablemente, de la evolución moderada de los precios del transporte y de los servicios varios registrada en enero.

En los datos de enero del IAPC de la zona del euro, Eurostat ha introducido varios cambios en la presentación y la compilación del índice, en el que se han modificado el año de referencia, las prácticas de redondeo y las ponderaciones del gasto. Estos cambios se describen en detalle en el recuadro 7 titulado «Nuevas prácticas de compilación y publicación del IAPC de la zona del euro».

Gráfico 34 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 7

NUEVAS PRÁCTICAS DE COMPILACIÓN Y PUBLICACIÓN DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

El 28 de febrero de 2006, Eurostat publicó el IAPC de la zona del euro de enero del 2006 con ciertos cambios de presentación y compilación¹. En primer lugar, se ha establecido un nuevo año de referencia. En segundo lugar, se han introducido en las prácticas de redondeo de los IAPC algunas modificaciones destinadas a incrementar la transparencia y la precisión de las tasas de variación del IAPC de la zona del euro. Por otro lado, se ha llevado a cabo la actualización anual de las ponderaciones del gasto utilizadas para el cálculo del IAPC. Todos estos cambios se analizan con detalle en el presente recuadro.

¹ Se anunciaron en la Eurostat News Release 146/2005 de 16 de noviembre de 2005.

Nuevo año de referencia del índice

Desde que se inició la publicación del IAPC en 1997, las series del índice se han venido publicando con referencia al año base 1996. A partir de enero del 2006, el año de referencia del índice es 2005 = 100. Esta modificación, que simplifica la presentación de los IAPC, se había hecho necesaria, al haberse incrementado, en varias ocasiones, la cobertura de los productos del IAPC, y también como consecuencia de la ampliación de la UE. Cabe destacar que la actualización del año de referencia del índice sólo es un cambio de presentación y no influye en las tasas de inflación de la zona del euro que se publican, como resultado de las nuevas prácticas de redondeo descritas a continuación.

Nuevas prácticas de redondeo

Hasta ahora, el IAPC y las tasas de inflación de la zona del euro se compilaban, generalmente, a partir de los IAPC redondeados a un decimal. En aras de una mayor precisión, especialmente de las tasas de inflación de la zona del euro, Eurostat ha revisado levemente sus prácticas de compilación y publicación. Los nuevos procedimientos, que se aplican a los IAPC a partir del 2006, reducirán los efectos del redondeo en la compilación de las tasas de inflación de la zona del euro a partir de los datos nacionales.

Las nuevas prácticas consisten, en primer lugar, en compilar los índices de la zona del euro a partir de los índices nacionales con varios decimales (en vez de redondear los índices a un decimal). En segundo lugar, Eurostat ha empezado a publicar los índices de la zona del euro redondeados a dos decimales (en vez de uno). En tercer lugar, tal y como se venía haciendo hasta el momento, las tasas de inflación de la zona del euro se calculan a partir de los índices publicados y se redondean a un decimal. Asimismo, desde enero del 2006 la mayoría de países de la UE (ocho países de la zona del euro y otros nueve de la UE) publican los IAPC con dos decimales.

Cuadro A Ponderaciones del IAPC de la zona del euro por productos

(en porcentaje del índice general)

	Total	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados incl. bebidas alcohólicas y tabaco	Bienes industriales no energéticos	Energía	Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
2005	100,0	7,5	12,0	31,0	8,6	10,3	6,3	2,9	14,6	6,6
2006	100,0	7,4	11,8	30,7	9,2	10,3	6,4	2,9	14,5	6,6

Cuadro B Ponderaciones del IAPC de la zona del euro por países

(en porcentaje del total de la zona del euro)

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
2005	3,3	29,0	2,7	11,4	20,7	1,3	19,2	0,3	5,2	3,1	2,1	1,6
2006	3,4	28,7	2,9	12,0	20,3	1,3	19,1	0,3	5,2	3,1	2,2	1,6

Fuente: Eurostat.

Nota: Las ponderaciones pueden no sumar 100 debido al redondeo.

Nuevas ponderaciones del gasto en el 2006

Para calcular los IAPC, Eurostat y los institutos nacionales de estadística actualizan anualmente las ponderaciones del gasto, a fin de mantener la representatividad de los índices en términos de gasto de consumo² y la comparabilidad de los resultados nacionales. Se actualizan los porcentajes de gasto por productos de cada país y por países de la zona del euro y de la UE. Sin embargo, cabe observar que las prácticas de actualización de los porcentajes de gasto del IAPC difieren, en cierta medida, entre los países de la zona del euro, debido, especialmente, a disparidades en la disponibilidad de datos estadísticos para actualizar el consumo desglosado por productos³.

Los cuadros presentan las ponderaciones por productos y por países para los años 2005 y 2006. Al igual que en años anteriores, la actualización anual no produjo cambios significativos en las ponderaciones del IAPC. La ponderación de la energía se elevó ligeramente, hasta el 9,2%, reflejo, principalmente, del mayor gasto derivado del aumento de los precios energéticos. La ponderación general de los servicios en el IAPC de la zona del euro se mantuvo estable en el 40,8%. Las ponderaciones del IAPC por países se basan en el gasto en consumo privado registrado en las cuentas nacionales, por lo que las variaciones de estas ponderaciones también pueden ser resultado de revisiones de los datos de las cuentas nacionales.

² Véase también el recuadro 3 del Boletín Mensual de marzo del 2004.

³ Véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de abril del 2003.

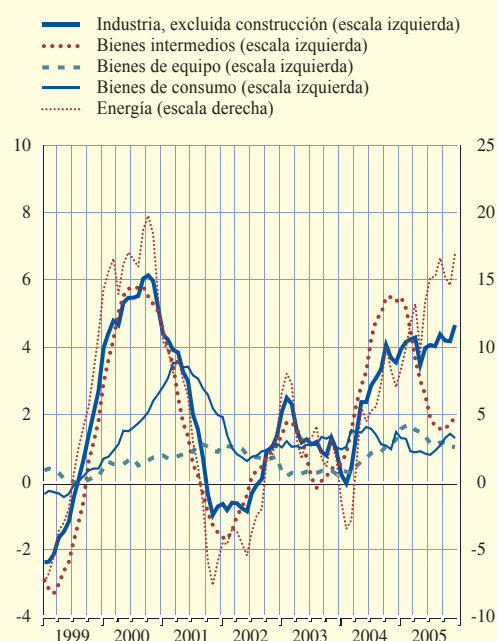
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó, hasta el 4,7%, desde el 4,2% de noviembre (véase gráfico 35). Sin embargo, este aumento fue debido a un efecto de base de la tasa de variación interanual del componente energético, dado que los precios del petróleo sólo crecieron ligeramente, en promedio, en diciembre del 2005. Si se excluyen la energía y la construcción, la tasa de variación interanual de los precios industriales continuó mostrando el moderado crecimiento observado desde mediados del 2005, manteniéndose estable en el 1,5%. Así pues, aunque las subidas de los precios del petróleo han seguido ejerciendo fuertes presiones, su transmisión a las fases finales de la cadena de producción ha sido limitada.

La estabilidad de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, ocultó la ligera disminución que registraron en diciembre los precios de los bienes de consumo, cuya tasa de variación interanual no mantuvo en ese mes la tendencia al alza, princi-

Gráfico 35 Desagregación de los precios industriales

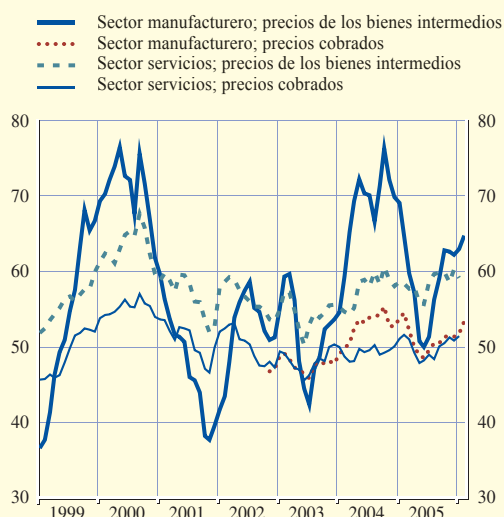
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 36 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

palmente determinada por los precios del tabaco y de los alimentos, que venía mostrando desde mediados del 2005. El descenso observado recientemente fue originado por 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 de los bienes intermedios aumentó levemente, mientras que la de los precios de los bienes de equipo se mantuvo moderada en los últimos meses.

Los datos de las encuestas sobre precios en el sector manufacturero sugieren un nuevo aumento de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en febrero. El índice de precios de la zona del euro relativo a este sector repuntó, hasta situarse en 64,8 en febrero, el nivel más alto observado en los últimos doce meses (véase gráfico 36). Aunque también se elevó el indicador de precios de venta en el sector manufacturero, el nivel relativamente bajo del índice, en comparación con la anterior subida de los precios del petróleo, sigue señalando una transmisión limitada de las subidas de los precios de los

bienes intermedios a los precios industriales. El indicador de precios de los bienes intermedios en el sector servicios disminuyó ligeramente en enero, aunque se mantiene en 59,2, muy por encima del límite a partir del cual se considera que se ha producido un aumento de los precios. Los encuestados siguen apuntando a los altos precios de la energía como factor determinante de las intensas presiones sobre los precios de los bienes intermedios. El indicador de precios de venta en el sector servicios ha permanecido por encima del límite de 50 desde septiembre del 2005, señal de incremento de los precios cobrados. Sin embargo, existe todavía una importante brecha, en términos históricos, entre los indicadores de precios de los bienes intermedios y los de los precios de venta, lo que sugeriría que la transmisión de las subidas de los costes de los bienes intermedios a los precios de venta ha sido reducida hasta el momento también en el sector servicios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El indicador de salarios negociados de la zona del euro proporciona la información más adelantada sobre la evolución de los costes laborales en el último trimestre del 2005. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descendió, hasta el 2% en el cuarto trimestre del 2005, desde el 2,1% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Por lo que respecta al conjunto del año 2005, la tasa media de crecimiento interanual de los salarios negociados se mantuvo en el 2,1%, nivel similar al observado en el 2004, lo que sugiere que, hasta el momento, las subidas de los precios energéticos no han producido efectos secundarios significativos sobre los salarios de la zona del euro. La fuerte competencia internacional y la moderada demanda interna habrán contribuido, probablemente, a mitigar las presiones al alza sobre los salarios negociados en la mayoría de países de la zona del euro.

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

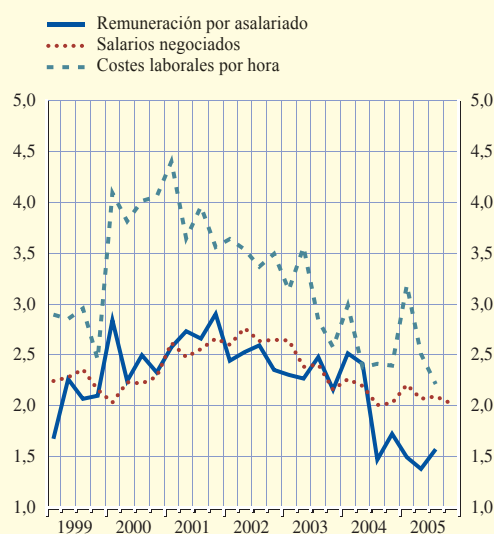
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Todos los demás indicadores disponibles de crecimiento de los costes laborales confirman el moderado crecimiento salarial de la zona del euro (véase gráfico 37). El crecimiento de los costes laborales totales por hora ha mostrado una tendencia decreciente desde principios del 2005, hasta alcanzar el 2,2% en el tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ha venido oscilando en torno al 1,5% desde mediados del 2004. Por sectores, se ha mantenido la brecha positiva entre las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el sector manufacturero y en el sector servicios (véase gráfico 38).

Con la recuperación de la actividad económica, el crecimiento de la productividad se afianzó también en el transcurso del 2005. Este aumento de la productividad, combinado con la contención salarial, ejerció presiones a la baja sobre el crecimiento de los costes laborales unitarios, cuya tasa de crecimiento interanual descendió hasta el 0,7% en el tercer trimestre. Por lo tanto, es probable que el mercado de trabajo haya generado moderadas presiones inflacionistas hasta el tercer trimestre del 2005.

Gráfico 37 Indicadores de costes laborales

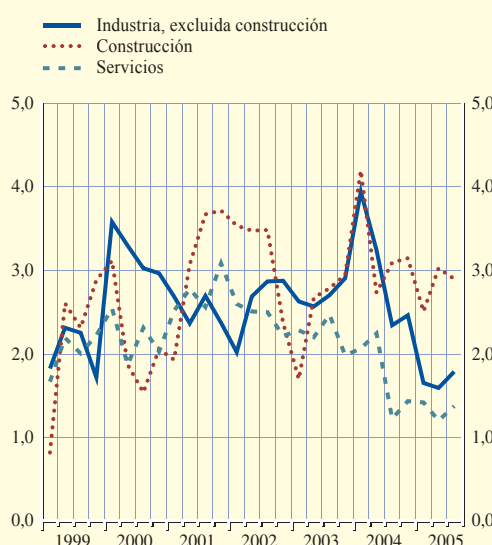
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 38 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, es probable que las tasas de inflación interanual se mantengan por encima del 2%, como consecuencia de la evolución de los precios de la energía. Sin embargo, los últimos indicadores disponibles no sugieren la existencia de importantes presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. Los efectos indirectos de las recientes subidas de los precios energéticos han sido reducidos y se ha mantenido la contención salarial. Al mismo tiempo, se espera que las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos incidan de forma significativa en la inflación en el 2006 y 2007. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE correspondientes a marzo del 2006 sitúan la inflación medida por el IAPC entre el 1,9% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2007 (véase el recuadro 8 titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»). Estas proyecciones están sujetas a varios riesgos alcistas, especialmente en relación con la evolución futura de los precios del petróleo y con posibles efectos secundarios en la fijación de precios y salarios. Además, nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos podrían ejercer también presiones al alza sobre la inflación de la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según el avance de Eurostat, el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento intertrimestral del 0,3% en el cuarto trimestre del 2005, tras un aumento del 0,6% en el trimestre anterior. La información que se dispone de los distintos países sugiere que es probable que lo anterior sea consecuencia del reducido crecimiento del consumo y de la contribución negativa de la demanda exterior neta, mientras que el crecimiento de la inversión siguió siendo relativamente intenso. La fortaleza del crecimiento de la inversión en el segundo semestre del 2005, además de otros indicadores (sobre todo los procedentes de las encuestas), indica que la desaceleración observada en el cuarto trimestre puede ser transitoria. En el 2005 en su conjunto, el PIB real de la zona del euro creció un 1,4% en tasa interanual, frente al 1,8% registrado en el 2004. Se espera que la actividad económica se recupere en el 2006, respaldada por el fuerte crecimiento mundial, las favorables condiciones económicas y financieras existentes y las señales de mejora que se observan en el mercado de trabajo. Sin embargo, las perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, derivados principalmente de la incertidumbre en torno a la evolución de los precios del petróleo y a los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

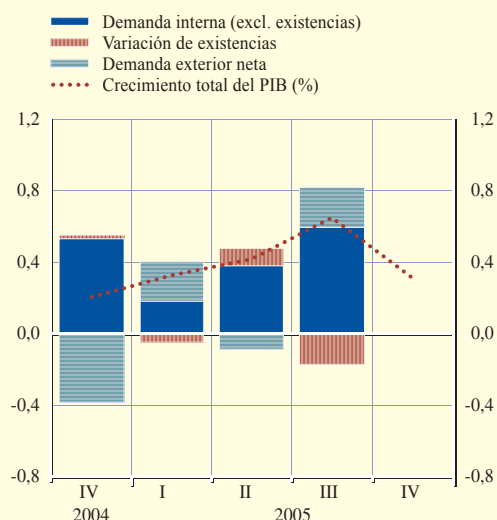
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Según el avance de Eurostat, el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento intertrimestral del 0,3% en el cuarto trimestre del 2005, tras el aumento del 0,6% observado en el trimestre anterior (véase gráfico 39). Aunque no se esperaba que el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del año pasado fuera tan intenso como en el tercer trimestre, la estimación de Eurostat sorprendió ligeramente por su tendencia a la baja. A tenor de la información que se dispone de los distintos países, es probable que esta desaceleración sea consecuencia del reducido crecimiento del consumo y de la contribución negativa de la demanda exterior neta, que se deben, en parte, a la corrección del fuerte crecimiento de las exportaciones de la zona del euro observado en el tercer trimestre del año pasado. Sin embargo, puede que el crecimiento de la inversión haya continuado siendo relativamente vigoroso.

En el 2005 en su conjunto, el PIB real de la zona del euro creció un 1,4%, en tasa interanual ajustada por días laborables, frente al 1,8% registrado en el 2004. Además de afectar al crecimiento medio del último trimestre del 2005, el ritmo de la actividad económica en el 2005 también supone un efecto arrastre¹ del 0,7% sobre el crecimiento medio interanual del PIB real en el 2006, lo que está en consonancia con su media histórica desde 1996 y por encima de la del año precedente. La intensidad del crecimiento de la inversión en el segundo semestre del 2005, además de otros indicadores, apuntaría a una evolución más positiva al inicio del 2006. La publicación de la encuesta semestral de la Comi-

Gráfico 39 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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

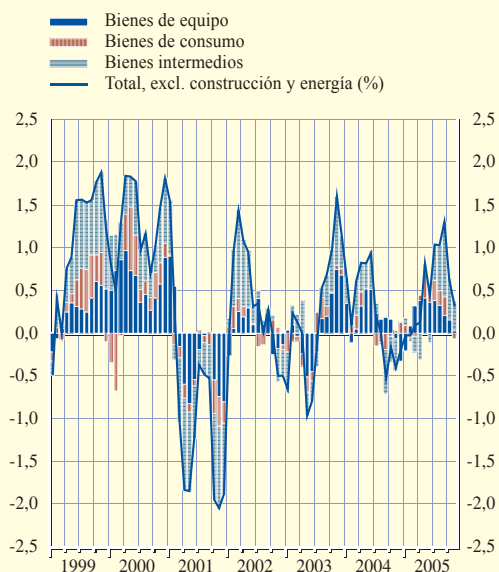


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La última observación para el crecimiento total del PIB corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

¹ La definición intuitiva de este efecto es cuánto crecería el PIB en el 2006 si las tasas de crecimiento trimestrales de ese año fueran iguales a cero. Una explicación detallada del concepto de efecto arrastre sobre las tasas de crecimiento medias anuales del PIB real se puede encontrar en el recuadro 6 del Boletín Mensual de diciembre de 2001, titulado «El efecto arrastre en la tasa anual de crecimiento del PIB real».

Gráfico 40 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

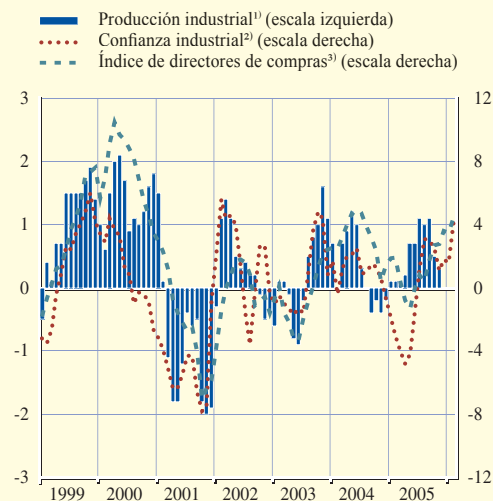
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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 41 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.
 1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.
 2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.
 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

sión Europea sobre inversión, que se llevó a cabo en el cuarto trimestre del año pasado, indica también un incremento del crecimiento del volumen de la inversión planificado por las empresas en el 2006 con respecto al 2005.

En general, se dan las condiciones adecuadas para que se produzca una expansión económica. El favorable entorno exterior respalda las exportaciones de la zona del euro. El prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, las anteriores reestructuraciones de los balances y la mejora continuada de los beneficios y la eficiencia de las empresas están sosteniendo la fortaleza de la inversión. El consumo también debería intensificarse con el tiempo, en línea con la renta real disponible de los hogares, a medida que mejora gradualmente la situación del mercado de trabajo.

PRODUCCIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Aunque no se dispone aún del detalle del valor añadido en el cuarto trimestre del 2005, distintos indicadores sectoriales indican que la desaceleración en la actividad en este trimestre podría haber obedecido, en gran medida, a la evolución de la industria, que es probable que refleje cierta desaceleración en el crecimiento de las exportaciones.

La producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,4% en el cuarto trimestre del 2005, frente al 0,9% del tercer trimestre, contribuyendo, por tanto, a la desaceleración de la actividad total en el cuarto trimestre. Esta desaceleración fue generalizada en las principales ramas de actividad (véase gráfico 40). En el 2005 en su conjunto, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 1,2%, frente al 1,9% del 2004. Esta desaceleración está relacionada, principalmente, con la evolución de los bienes intermedios y, en menor medida, de los bienes de equipo.

Los nuevos pedidos industriales de la zona del euro se incrementaron un 2,5%, en tasa intermensual, en diciembre del 2005. En el cuatro trimestre del 2005, los nuevos pedidos industriales registraron un avance del 5,3%, en tasa intertrimestral, lo que apunta a una continuación de la tendencia al alza observada desde comienzos del año pasado.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Los resultados de las encuestas relativos a las manufacturas y a los servicios continúan respaldando las expectativas de una expansión económica sostenida. En lo que se refiere a las manufacturas, tanto el índice de directores de compras como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea aumentaron en febrero. El indicador de directores de compras para las manufacturas se sitúa actualmente en el nivel alcanzado en el segundo semestre del 2004 e indica una mejora de la situación de la actividad en la industria por octavo mes consecutivo. El aumento registrado en febrero en el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se vio impulsado por un incremento de todos los componentes del índice (cartera de pedidos, expectativas de crecimiento de la producción y valoración de las existencias) y fue generalizado en las tres principales ramas de actividad.

En general, esta evolución amplía la tendencia gradual al alza que el indicador de confianza ha venido siguiendo desde el segundo trimestre del 2005 (véase gráfico 41). El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se sitúa en estos momentos en su nivel más elevado desde febrero del 2001.

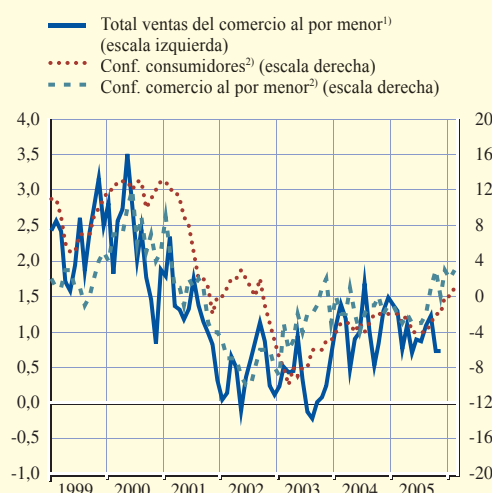
En cuanto a los servicios, tanto el índice de directores de compras como el indicador de confianza de la Comisión Europea apuntan a una evolución favorable de los servicios a comienzos de año. En enero, el índice de directores de compras para los servicios se situó en su nivel más elevado desde febrero del 2004, siguiendo una tendencia al alza que se inició en el verano del 2005. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se redujo ligeramente en febrero. Sin embargo, desde una perspectiva de largo plazo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se ha mantenido prácticamente sin cambios desde el cuarto trimestre del año pasado.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

La información disponible sugiere que el crecimiento del consumo privado se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre del 2005, en comparación con el trimestre anterior. El crecimiento de las ventas al por menor se mantuvo prácticamente estable en el cuatro trimestre del año pasado como consecuencia del moderado crecimiento registrado en las ventas de los alimentos y de la práctica estabilidad de las ventas de los bienes no alimenticios. En el mismo trimestre, las matriculaciones de automóviles descendieron un 1%. En general, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles no contribuyeron al crecimiento del consumo privado en el cuarto trimestre del 2005. En el 2005 en su conjunto, el volumen de las ventas al por menor (en términos ajustados de estacionalidad y de días laborables) creció un 1% en términos interanuales, frente al 1,1% en el 2004.

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

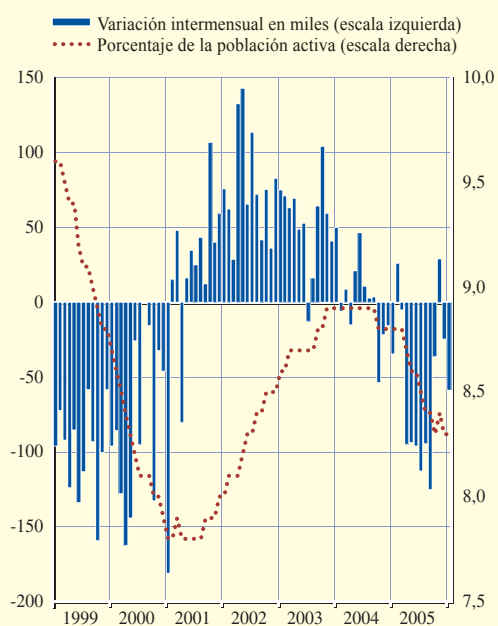
(datos mensuales)



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

Gráfico 43 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La confianza de los consumidores aumentó en febrero, hasta situarse por encima de su media a largo plazo. La valoración relativa al ahorro mejoró ligeramente en el mismo mes, mientras que los otros componentes se mantuvieron sin cambios. La mejora gradual de la confianza de los consumidores observada desde mediados del 2005, impulsada en parte por una tendencia a la baja de las expectativas de desempleo durante el mismo período, apuntan a una moderada recuperación del crecimiento del consumo (véase gráfico 42).

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos disponibles sugieren que la situación del mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando gradualmente. Se ha observado desde el último verano una mejora en las cifras de empleo y en los datos procedentes de las encuestas tanto en la industria como en los servicios, aunque las expectativas de creación de empleo en la industria puede que sean ligeramente menos optimistas en los dos primeros meses del año.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,3% en enero del 2006, sin cambios con respecto a la tasa observada en diciembre (véase gráfico 43). El número de parados se redujo por segundo mes consecutivo. Al igual que en los meses anteriores, los datos de empleo se ven condicionados por los cambios metodológicos e institucionales registrados en Alemania. Esto hace que la tendencia subyacente sea difícil de valorar. Si se excluye Alemania, el número total de parados de la zona del euro también se redujo en enero. Si bien los últimos datos no muestran por sí solos una expansión del empleo, si se toman en consideración junto con otra

Cuadro 8 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	0,1	0,1	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-2,0	-0,8	0,2	-0,4	-1,1	-0,2	-0,8
Industria	-1,0	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,1
Excluida la construcción	-1,5	-1,6	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1
Construcción	0,2	1,0	1,1	-0,2	-0,1	0,4	0,5
Servicios	0,9	1,4	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4
Comercio y transporte	0,3	0,9	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2
Finanzas y empresas	1,3	2,6	0,7	0,5	0,7	0,3	0,6
Administración Pública	1,3	1,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

información relativa a la evolución del empleo real y esperado, apuntan a una mejora de la situación del mercado de trabajo.

EMPLEO

El empleo de la zona del euro aumentó un 0,3% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre del 2005, tras un incremento del 0,1% tanto en el primer como en el segundo trimestres (véase cuadro 8). Esta mejora se vio favorecida, fundamentalmente, por la evolución de los servicios, sobre todo de los servicios financieros y empresariales. Se produjo también una ligera mejora en la industria, donde el empleo creció un 0,1% en el tercer trimestre del 2005 (cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales). Sin embargo, esto se debe solamente a la positiva evolución de la construcción, pues el crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, siguió siendo negativo.

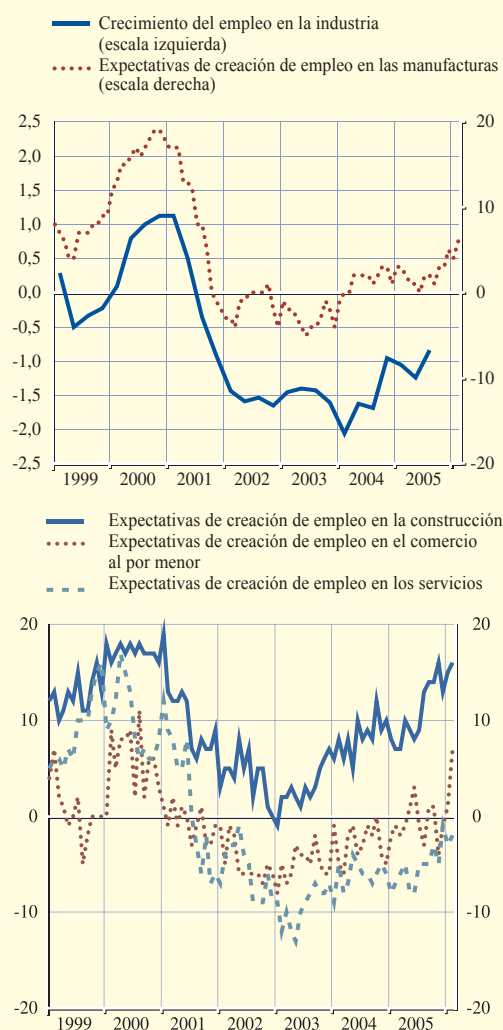
La información disponible sobre la industria procedente de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras indicaría una evolución dispar a comienzos del 2006. Por una parte, en febrero del 2006 las expectativas de creación de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea aumentaron significativamente, tras un ligero descenso en enero, en consonancia con la tendencia general alza observada desde mediados del 2005 (véase gráfico 44). Por otra, la evolución del empleo en la encuesta a los directores de compras de la industria manufacturera sugiere que la tendencia al alza, observada también desde el verano del 2005, podría haber cesado en torno a finales de año. El índice de directores de compras se mantuvo prácticamente estable en febrero, tras la reducción registrada en enero que le llevó a situarse por debajo del nivel de 50, que indica que no se han producido cambios en el empleo. Las expectativas de creación de empleo en los servicios parecen ser más favorables que las de la industria, según los datos del índice de directores de compras y de las encuestas de la Comisión Europea, apuntando ambas a una tendencia al alza desde el verano del 2005.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La publicación de los últimos datos corrobora la opinión de que el descenso del crecimiento del PIB real observado en el cuarto trimestre del 2005 es transitorio. Los indicadores disponibles sugieren que es probable que la actividad económica se recupere en el 2006, como muestra la mejora reciente de

Gráfico 44 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

la confianza industrial y de los consumidores. Esta valoración es acorde con las previsiones de organizaciones internacionales y de instituciones del sector privado. También está en consonancia con las últimas proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE, que apuntan a un crecimiento del PIB real comprendido entre el 1,7% y el 2,5% en el 2006 y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007 (véase el recuadro 8, titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»). No obstante, se mantienen los riesgos a la baja para la perspectiva económica, que provienen fundamentalmente de la incertidumbre en torno a la evolución de los precios del petróleo y a los desequilibrios mundiales.

Recuadro 8

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 17 de febrero de 2006, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el 1,7% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) proyectada se sitúa entre el 1,9% y el 2,5% en el 2006 y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2007.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo y las políticas fiscales

Se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambios bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones, y se basa en los niveles registrados en las dos semanas previas al 7 de febrero del 2006². Se considera que los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses se mantienen sin variación en el 2,55%. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,21, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 1,2% inferior a la media del 2005.

Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados en la quincena que finalizó el 7 de febrero. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 3,6% en promedio en el 2006, hasta el

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001). Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

2 A partir de las proyecciones macroeconómicas de junio del 2006, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE, se basarán en el supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo variarán en consonancia con las expectativas del mercado, en lugar de partir del supuesto de que permanecerán estables durante el período abarcado por las proyecciones. Esta modificación de los supuestos responde a un motivo puramente técnico, y se introduce con el fin de mejorar adicionalmente la calidad y la coherencia interna de las proyecciones macroeconómicas, sin que ello implique un cambio en la estrategia de política monetaria del BCE o del papel que las proyecciones desempeñan en la misma. El Consejo de Gobierno continuará basando su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y sus decisiones de política monetaria en un amplio conjunto de datos proporcionados por el análisis económico y monetario. Las proyecciones macroeconómicas seguirán desempeñando un papel importante, aunque no exclusivo, en la estrategia del BCE, como una aportación de los expertos que no incorpora la evaluación del Consejo de Gobierno.

3,7% en el 2007. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 66,1 dólares estadounidenses por barril en el 2006 y en 67,5 en el 2007. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se incrementarán en un 13,7% en el 2006, y en un 3,8% en el 2007.

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

Supuestos relativos al entorno internacional

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable en el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real debería mantenerse robusto, aunque registraría tasas ligeramente inferiores. Se prevé que el crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, permanezca en un nivel muy superior a la media mundial, aunque ligeramente inferior al de los últimos años. En la mayor parte de las demás grandes economías, el ritmo del crecimiento continuaría siendo dinámico.

En conjunto, se estima que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 4,9% en el 2006 y al 4,5% en el 2007. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará alrededor del 7,3% en el 2006 y del 6,9% en el 2007.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

La estimación preliminar de Eurostat indica que el PIB real de la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre del 2005 experimentó una desaceleración, registrando un crecimiento intertrimestral del 0,3%. No obstante, los indicadores procedentes de las encuestas más recientes sugieren que la actividad económica ha ido cobrando impulso y que probablemente esta disminución del crecimiento del PIB real sea transitoria. En este contexto, se proyecta que la tasa de crecimiento anual del PIB real se sitúe entre el 1,7% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2007. Entre los factores determinantes, se espera que el crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, siga estimulando la actividad económica. El crecimiento del consumo privado debería mantenerse en consonancia con el de la renta real disponible, que debería

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)¹⁾

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

1) Para cada variable y horizonte temporal considerado, los intervalos se basan en la diferencia absoluta media entre las cifras observadas y las proyecciones formuladas con anterioridad por los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Las proyecciones sobre el PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones referidas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

verse favorecido por un ligero fortalecimiento del empleo durante el horizonte temporal proyectado. Sin embargo, se estima que el incremento de los precios de la energía en el 2006 y de los impuestos indirectos en el 2007 tendrá un efecto moderador sobre el consumo. El crecimiento de la inversión total en capital fijo se ha acelerado recientemente y se proyecta que crezca a un ritmo vigoroso en un contexto caracterizado por unas condiciones de financiación que siguen siendo favorables, unos beneficios elevados y unas perspectivas favorables a la demanda. La inversión privada en vivienda registraría tasas de crecimiento moderadas durante el período que abarcan las proyecciones.

Proyecciones sobre precios y costes

La tasa media de variación del IAPC proyectada se sitúa entre el 1,9% y el 2,5% en el 2006, y entre el 1,6% y el 2,8% en el 2007. Las proyecciones sobre los precios están condicionadas por diversos supuestos. En primer lugar, se parte de la hipótesis de que los precios del petróleo, que durante los últimos años han representado una importante contribución positiva del componente energético a la inflación medida por el IAPC, se mantendrán en gran medida estables durante el período contemplado. En segundo lugar, se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado en términos nominales continuará siendo moderado durante el horizonte temporal considerado. Las proyecciones relativas a los precios no incorporan efectos secundarios significativos derivados de la subida de los precios del petróleo sobre los salarios. En tercer lugar, estas proyecciones tienen en cuenta únicamente las variaciones de los impuestos indirectos conocidas con suficiente certeza antes del 17 de febrero de 2006. Por último, las proyecciones se basan en la expectativa de que las presiones sobre los precios originadas por las importaciones de bienes distintos de las materias primas seguirán siendo moderadas.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre del 2005

(tasas medias de variación anuales)

	2005	2006	2007
PIB real - diciembre 2005	1,2-1,6	1,4-2,4	1,4-2,4
PIB real - marzo 2006	1,4	1,7-2,5	1,5-2,5
IAPC - diciembre 2005	2,1-2,3	1,6-2,6	1,4-2,6
IAPC - marzo 2006	2,2	1,9-2,5	1,6-2,8

Comparación con las proyecciones de diciembre del 2005

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre del 2005, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado ligeramente al alza tanto para el 2006 como para el 2007, como reflejo de unas perspectivas de crecimiento para la economía de la zona del euro moderadamente más favorables.

El nuevo intervalo proyectado para la tasa de variación interanual del IAPC correspondiente al 2006 se sitúa dentro de los valores superiores del intervalo indicado en las proyecciones de diciembre del 2005, mientras que el intervalo correspondiente al 2007 se ha ajustado al alza. Esta corrección refleja principalmente la modificación al alza de los supuestos referidos a los precios de la energía, cuyo resultado es una mayor contribución del componente energético al IAPC. Por el contrario, las proyecciones relativas al componente no energético se mantienen prácticamente sin variación respecto de las proyecciones de diciembre.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El descenso de la ratio de déficit de la zona del euro fue muy reducido en el 2005, en un entorno de crecimiento relativamente desfavorable, mientras que la ratio de deuda volvió a elevarse. Varios países de la zona del euro siguieron registrando desequilibrios presupuestarios significativos o incluso considerables. Sólo se espera una modesta reducción de la ratio de déficit de la zona del euro en el 2006 y años sucesivos, pese a mejores perspectivas de crecimiento. En diversos países, los objetivos presupuestarios y los planes de ajuste no son suficientemente ambiciosos y existen elevados riesgos, debido a la falta de medidas concretas y efectivas. Las insuficiencias de los procedimientos presupuestarios también pueden reflejarse en continuas dificultades para controlar el gasto. Además, la mayoría de países habrá de hacer frente en las próximas décadas a un notable aumento del gasto derivado del envejecimiento de la población, mientras que no abundan los nuevos planes de reformas. Todo ello requiere la adopción de enérgicas medidas de saneamiento, en el marco de programas de reformas integrales y dignos de credibilidad, que aborden también las limitaciones de las instituciones fiscales y fomenten la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2005

Con arreglo a los programas de estabilidad actualizados presentados por los países miembros de la zona del euro a finales del 2005 y comienzos del 2006, se lograron escasos avances en la corrección del pronunciado desequilibrio presupuestario registrado en la zona del euro en el 2005. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descendió en el 2005, hasta el 2,5% del PIB, desde el 2,7% del PIB en el 2004 (véase cuadro 9). Este resultado es más favorable que las previsiones de otoño de la Comisión Europea, debido a una mejor evolución de las finanzas públicas en varios países (véase cuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2005). No obstante, como consecuencia, en gran medida, de un menor crecimiento de lo previsto, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro se sitúe unos 0,2 puntos porcentuales del PIB por encima del objetivo medio de déficit contemplado en las actualizaciones anteriores de los programas de estabilidad.

La situación presupuestaria observada en la zona del euro en el 2005 refleja la persistencia de desequilibrios presupuestarios significativos o incluso de gran magnitud en varios países miembros. Cuatro países de la zona del euro (Alemania, Grecia, Italia y Portugal) han registrado ratios de déficit superiores al valor de referencia del 3%. Otros tres países (Francia, Luxemburgo y Austria) prevén alcanzar déficit iguales o próximos a este nivel. Los demás países esperan registrar déficit reducidos o incluso superávit.

La evolución de las finanzas públicas de la zona del euro observada en el 2005, en comparación con la registrada en el 2004, fue determinada por un modesto crecimiento real y por una orientación levemente restrictiva de la política fiscal en el conjunto de la zona. La ratio de gasto público se mantuvo, en general, estable, mientras que la ratio de ingresos aumentó ligeramente, tras disminuir en el 2004. Con un crecimiento estimado del PIB inferior al crecimiento potencial, el ciclo económico afectó negativamente a los saldos presupuestarios. Ello contrasta con el supuesto de crecimiento mucho más favorable contemplado en los anteriores programas de estabilidad actualizados y explica, en gran medida, la desviación respecto al objetivo presupuestario del conjunto de la zona del euro. Las desviaciones respecto a los objetivos presupuestarios, que alcanzaron los 1,6 puntos porcentuales del PIB, fueron más acentuadas en algunos de los países que presentaban elevados desequilibrios fiscales.

Se espera que la ratio media de deuda de la zona del euro siga ascendiendo ligeramente en el 2005, hasta el 71% del PIB, en lugar de descender, tal y como estaba previsto. Siete países registraron ratios de deuda superiores al 60% del PIB, alcanzando tres de ellos un nivel cercano o superior al 100%. La deuda se elevó en algunos de los países con una ratio superior al 60%, concretamente en Alemania, Francia, Italia y Portugal.

Cuadro 9 Programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro

	Tasa de crecimiento del PIB real (%)					Ratio de saldo presupuestario (% del PIB)					Ratio de deuda (% del PIB)				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Bélgica															
Programa actualizado (Dic 2004)	2,5	2,5	2,1	2,0	-	0,0	0,0	0,3	0,6	-	95,5	91,7	88,0	84,2	-
Programa actualizado (Dic 2005)	1,4	2,2	2,1	2,3	2,2	0,0	0,0	0,3	0,5	0,7	94,3	90,7	87,0	83,0	79,1
Alemania															
Programa actualizado (Dic 2004)	1,7	1,75	2,0	2,0	-	-2,9	-2½	-2,0	-1,5	-	66,0	66,0	65,5	65,0	-
Programa actualizado (Feb 2006) ¹⁾	0,9	1,4	1,0	1,8	1,8	-3,3	-3,3	-2,5	-2,0	-1,5	67,5	69,0	68,5	68,0	67,0
Grecia															
Programa actualizado (Mar 2005)	2,9	3,0	3,0	-	-	-3,7	-2,9	-2,4	-	-	109,5	107,2	104,7	-	-
Programa actualizado (Dic 2005)	3,6	3,8	3,8	4,0	-	-4,3	-2,6	-2,3	-1,7	-	107,9	104,8	101,1	96,8	-
España															
Programa actualizado (Dic 2004)	2,9	3,0	3,0	3,0	-	0,1	0,2	0,4	0,4	-	46,7	44,3	42,0	40,0	-
Programa actualizado (Dic 2005)	3,4	3,3	3,2	3,2	-	1,0	0,9	0,7	0,6	-	43,1	40,3	38,0	36,0	-
Francia															
Programa actualizado (Dic 2004)	2,5	2,5	2,5	2,5	-	-2,9	-2,2	-1,6	-0,9	-	65,0	64,6	63,6	62,0	-
Programa actualizado (Ene 2006) ²⁾	1,8	2,3	2,5	2,5	2,5	-3,0	-2,9	-2,6	-1,9	-1,0	65,8	66,0	65,6	64,6	62,8
Irlanda															
Programa actualizado (Dic 2004)	5,1	5,2	5,4	-	-	-0,8	-0,6	-0,6	-	-	30,1	30,1	30,0	-	-
Programa actualizado (Dic 2005)	4,6	4,8	5,0	4,8	-	0,3	-0,6	-0,8	-0,8	-	28,0	28,0	28,2	28,3	-
Italia															
Programa actualizado (Nov 2004)	2,1	2,2	2,3	2,3	-	-2,7	-2,0	-1,4	-0,9	-	104,1	101,9	99,2	98,0	-
Programa actualizado (Dic 2005)	0,0	1,5	1,5	1,7	1,8	-4,3	-3,5	-2,8	-2,1	-1,5	108,5	108,0	106,1	104,4	101,7
Luxemburgo															
Programa actualizado (Nov 2004)	3,8	3,3	4,3	-	-	-1,0	-0,9	-1,0	-	-	5,0	4,6	4,5	-	-
Programa actualizado (Nov 2005)	4,0	4,4	4,9	4,9	-	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2	-	6,4	9,6	9,9	10,2	-
Países Bajos															
Programa actualizado (Nov 2004)	1,5	2,5	2,5	-	-	-2,6	-2,1	-1,9	-	-	58,1	58,6	58,3	-	-
Programa actualizado (Dic 2005)	0,75	2,5	2,5	2,25	-	-1,2	-1,5	-1,2	-1,1	-	54,4	54,5	53,9	53,1	-
Austria															
Programa actualizado (Nov 2004)	2,5	2,5	2,2	2,4	-	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	-	63,6	63,1	61,6	59,1	-
Programa actualizado (Nov 2005)	1,7	1,8	2,4	2,5	-	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	-	63,4	63,1	61,6	59,5	-
Portugal															
Programa actualizado (Jun 2005)	0,8	1,4	2,2	2,6	3,0	-6,2	-4,8	-3,9	-2,8	-1,6	66,5	67,5	67,8	66,8	64,5
Programa actualizado (Dic 2005)	0,5	1,1	1,8	2,4	3,0	-6,0	-4,6	-3,7	-2,6	-1,5	65,5	68,7	69,3	68,4	66,2
Finlandia															
Programa actualizado (Nov 2004)	2,8	2,4	2,2	2,0	-	1,8	2,1	2,2	2,0	-	43,4	42,5	41,7	41,1	-
Programa actualizado (Nov 2005)	2,1	3,2	2,6	2,3	2,1	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	42,7	41,7	41,1	40,6	40,1
Zona del euro															
Programas actualizados 2004-2005	2,3	2,4	2,4	-	-	-2,3	-1,8	-1,3	-	-	70,6	69,7	68,2	-	-
Programas actualizados 2005-2006	1,4	2,1	2,0	2,3	-	-2,5	-2,3	-1,8	-1,4	-	71,0	70,8	69,5	68,3	-

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados para los años 2004-2005 y 2005-2006, y cálculos del BCE.

Nota: Los agregados de la zona del euro se calculan como una media ponderada de los datos de los distintos países, en caso de que estén disponibles.

1) Las tasas de crecimiento del PIB real para el 2008 y el 2009 se calculan a partir de la tasa media de crecimiento del PIB real para el período comprendido entre el 2005 y el 2009 que figura en el programa de estabilidad actualizado.

2) En el programa de estabilidad actualizado, las tasas de crecimiento del PIB real se indican en intervalos del 1,5% al 2%, para el 2005, y del 2% al 2,5%, para el 2006.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE LOS AÑOS 2006 Y 2008-2009

En promedio, los programas de estabilidad actualizados prevén una mejora constante, aunque moderada, de los saldos presupuestarios de la zona del euro para el 2006 y años sucesivos. Ello se traducirá en un leve descenso del déficit de la zona, desde el 2,5% del PIB en el 2005, hasta el 2,3% del PIB en el 2006, mientras que la deuda pública de la zona del euro disminuirá ligeramente, desde el 71% del PIB en el 2005, hasta el 70,8% del PIB en el 2006.

Para el 2006, los planes presupuestarios sólo supondrán una orientación moderadamente restrictiva de la política fiscal de la zona del euro, en el contexto de un mayor ritmo de crecimiento de la actividad económica, que podría superar el crecimiento potencial. La reducción del déficit prevista es más significativa en algunos de los países que presentan actualmente un déficit excesivo. El saneamiento presupuestario contemplado se basa, en gran medida, en la contención del gasto primario, cuyos efectos en el saldo presupuestario se verá, sin embargo, compensado, en parte, por nuevos recortes impositivos. Nuevas normas contables aplicadas al sistema de seguridad social en los Países Bajos afectarán ligeramente a las cifras agregadas de gastos e ingresos de la zona del euro, y tendrán un efecto neutro sobre el déficit.

Pese a las mejoras previstas, en el 2006 seguirán registrándose importantes desequilibrios presupuestarios en la zona del euro y en varios países miembros. De los países actualmente sujetos al procedimiento de déficit excesivo, el déficit se mantendrá por encima del 3% del PIB en Alemania, Italia y Portugal. Grecia prevé cumplir su compromiso de reducir el déficit por debajo del 3% en el 2006. Francia ha confirmado su compromiso de mantener su déficit presupuestario ligeramente por debajo del 3% del PIB en el 2006. Los dos países que no se encuentran en una situación de déficit excesivo, pero que presentaban elevados desequilibrios en el 2005 (Luxemburgo y Austria), no tienen planeados progresos significativos en el 2006. Los demás países prevén mantener situaciones presupuestarias generalmente saneadas.

Después del 2006, los programas prevén modestos avances en el saneamiento presupuestario. Se espera que se mantenga la orientación moderadamente restrictiva de la política fiscal, especialmente en los países con desequilibrios presupuestarios, a través de la contención del gasto, y que disminuya gradualmente la ratio de ingresos en el 2007 y 2008. Una actividad económica que se sitúe en un nivel igual o superior al crecimiento potencial debería contribuir también a reducir los déficit. En consecuencia, se prevé un descenso anual de unos 0,5 puntos porcentuales del PIB de la ratio de déficit de la zona del euro durante el horizonte temporal contemplado en los programas de estabilidad. Con todo, la zona del euro seguirá registrando un déficit medio superior al 1% del PIB en el 2008, pese a las favorables expectativas de crecimiento sostenido. Los países que presentan actualmente un déficit excesivo, incluidos los tres países más grandes de la zona del euro, continuarán registrando un abultado déficit hasta ese año.

Los programas de estabilidad actualizados contemplan una evolución del déficit a medio plazo menos favorable, en comparación con la ronda anterior de programas. En promedio, las revisiones se explican por los déficit excesivos observados en el 2005, las escasas medidas de saneamiento adoptadas en el 2006 y las perspectivas económicas ligeramente menos optimistas. Al final del período considerado, la ratio de deuda del conjunto de la zona del euro permanecerá en un nivel cercano al 70%, con sólo una leve reducción con respecto al 2005, en contraste con el descenso más ambicioso previsto en la ronda anterior de programas, como resultado del menor crecimiento y de déficit nominales más elevados.

EVALUACIÓN DE LOS PLANES A MEDIO PLAZO

Los programas de estabilidad requieren una evaluación del cumplimiento de los requisitos del Tratado y, por primera vez este año, también del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. Una de las principales obligaciones sigue siendo evitar, o corregir oportunamente, los déficit excesivos. Asimismo, el Pacto reformado exige que cada país defina un objetivo a medio plazo para alcanzar una situación presupuestaria ajustada de ciclo (excluidas las medidas extraordinarias y transitorias) comprendida entre un déficit del 1% y el equilibrio o un superávit, a fin de realizar rápidos avances hacia la sostenibilidad fiscal y disponer de un margen de seguridad suficiente con respecto al límite de déficit del 3%. El Código de Conducta reformado sobre la aplicación del Pacto especifica también que los países habrán de lograr el objetivo a medio plazo dentro del horizonte temporal del programa y, a más tardar, en un plazo de «cuatro años a partir del año de presentación del programa [de estabilidad]».

El Pacto reformado se centra más en las medidas de ajuste que el Pacto original, que concedía mayor importancia al cumplimiento de los compromisos de déficit. Los países con un déficit excesivo han de cumplir las recomendaciones y comunicaciones del Consejo en el marco de los procedimientos a los que están sometidos, es decir, lograr un saneamiento mínimo anual ajustado de ciclo del 0,5% del PIB, excluidas las medidas extraordinarias y transitorias. Para los países que no han alcanzado todavía su objetivo a medio plazo, pero que no están en una situación de déficit excesivo, se establece también una senda de ajuste anual del 0,5% del PIB, aunque se trate de un nivel de referencia.

Por otro lado, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado y el Código de Conducta insisten en mayor medida en la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en relación con la evolución esperada de la deuda pública y con la carga presupuestaria derivada del envejecimiento de la población. La sostenibilidad de las finanzas públicas de los países miembros se evaluará de forma más exhaustiva sobre la base de los resultados de un informe sobre la incidencia del envejecimiento de la población en el gasto público, publicado recientemente por el Comité de Política Económica y la Comisión Europea (véase recuadro 9). Por último, el Pacto reformado preconiza el reforzamiento de las reglas fiscales y de las estructuras de gobierno nacionales.

Recuadro 9

PROYECCIONES DEL IMPACTO DEL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN SOBRE EL GASTO PÚBLICO

El 14 de febrero de 2006, el Comité de Política Económica de la UE y la Comisión Europea publicaron un informe titulado «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)», que recoge las estimaciones de las cargas derivadas del envejecimiento de la población en todos los países de la UE desde el 2004 hasta el 2050. El informe analiza cinco capítulos del gasto público: las pensiones, la asistencia sanitaria, los cuidados de larga duración, la educación y las prestaciones por desempleo. Las estimaciones se basan en supuestos comunes relativos al comportamiento futuro de las principales variables demográficas y macroeconómicas. Para estimar el aumento del gasto derivado del envejecimiento de la población se utilizan metodologías diferentes en los distintos capítulos. Las proyecciones de pensiones fueron realizadas por las autoridades nacionales, con los métodos que aplican en sus respectivos países. La Comisión Europea estimó los efectos del envejecimiento de la población en el gasto público en los capítulos de asistencia sanitaria, cuidados de larga duración, educación y prestaciones por desempleo.

Para el conjunto de la zona del euro, las estimaciones apuntan a notables presiones sobre el gasto derivadas del incremento de los costes de las pensiones, de la asistencia sanitaria y de los cuidados de larga duración (véase cuadro). En el 2050, el aumento del gasto alcanzará el 4,6% del PIB de la zona del euro, resultado de incrementos que oscilarán desde el 0,4% hasta más del 10% del PIB en los distintos países. Los efectos del envejecimiento no se dejarán sentir en el mismo momento en todos los países, aunque se acelerarán, en general, a partir del 2010. La reducción de las prestaciones por desempleo y del gasto en educación tendrá, probablemente, un escaso efecto moderador, que no llegará, en promedio, al 1% del PIB.

Las proyecciones representan una importante contribución al debate sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo y sobre los riesgos correspondientes. También indican que cabe esperar un acusado descenso de la tasa media de crecimiento potencial del PIB real de la zona del euro, desde el 2,1% (2004-2010), hasta el 1,2% (2031-2050), como consecuencia del envejecimiento de la población. Al igual que todas

las evaluaciones económicas a largo plazo, los resultados de las proyecciones adolecen de una considerable incertidumbre. Por ejemplo, los supuestos de continuo aumento de las tasas de actividad en los mercados de trabajo y de mayor crecimiento de la productividad que en el pasado pueden ser excesivamente optimistas y no materializarse totalmente. Por lo que se refiere a los costes de la asistencia sanitaria, puede que se haya infravalorado el impacto de otros factores además del envejecimiento, como la implantación de nuevas tecnologías más caras. Por otra parte, las proyecciones de pensiones se basan en modelos nacionales, cuya estructura no ha sido revelada, por lo que los resultados obtenidos no son del todo transparentes y su valoración es incierta. Aunque algunos sistemas públicos de pensiones pueden parecer sostenibles, ello puede ser a costa de suponer prestaciones muy reducidas para los futuros pensionistas, con las consiguientes presiones sobre las autoridades para elevarlas. Otro riesgo es que los sistemas privados de pensiones no puedan proporcionar las pensiones esperadas.

Desde el punto de vista de la política fiscal, las proyecciones señalan claramente la necesidad, para algunos países, de atender urgentemente al problema del gasto derivado del envejecimiento de la población y, para otros, de no dormirse en los laureles. El informe muestra que los países que han reformado sus sistemas públicos de pensiones de reparto han reducido de forma significativa las presiones del envejecimiento sobre las finanzas públicas. La incertidumbre que presentan los resultados de las proyecciones es una razón más para actuar con prudencia, a fin de garantizar la sostenibilidad presupuestaria.

Proyecciones de variaciones del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población entre el año 2004 y los años 2030 y 2050¹⁾

(en porcentaje del PIB)

	Pensiones		Asistencia sanitaria		Cuidados de larga duración		Total	
	Variación entre 2004 y		Variación entre 2004 y		Variación entre 2004 y		Variación entre 2004 y	
	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050
Bélgica	4,3	5,1	0,9	1,4	0,4	1,0	5,6	7,5
Alemania	0,9	1,7	0,9	1,2	0,4	1,0	2,2	3,9
Grecia ^{2),3)}			0,8	1,7			0,8	1,7
España	3,3	7,1	1,2	2,2	0,0	0,2	4,5	9,5
Francia ³⁾	1,5	2,0	1,2	1,8			2,7	3,8
Irlanda	3,1	6,4	1,2	2,0	0,1	0,6	4,4	9,0
Italia	0,8	0,4	0,9	1,3	0,2	0,7	1,9	2,4
Luxemburgo	5,0	7,4	0,8	1,2	0,2	0,6	6,0	9,2
Países Bajos	2,9	3,5	1,0	1,3	0,3	0,6	4,2	5,4
Austria	0,6	-1,2	1,0	1,6	0,0	0,0	1,6	0,4
Portugal ³⁾	4,9	9,7	-0,1	0,5			4,8	10,2
Finlandia	3,3	3,1	1,1	1,4	1,2	1,8	5,6	6,3
Zona del euro	1,6	2,6	1,0	1,5	0,2	0,5	2,8	4,6

Fuente: EPC and European Commission (2006), *The impact of ageing on public expenditure*, European Economy Special Report 1/2006.

Notas: Estas cifras se refieren a las proyecciones de referencia relativas al gasto de seguridad social en el capítulo de pensiones. Para la asistencia sanitaria y los cuidados de larga duración, las proyecciones se refieren a los «escenarios de referencia del Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento».

1) El cuadro no incluye las proyecciones de gasto en educación y de prestaciones por desempleo, que figuran en el informe original.

2) El gasto total de Grecia no incluye el gasto en pensiones.

3) El total de Grecia, Francia y Portugal no incluye los cuidados de larga duración.

Desde esta perspectiva, los planes a medio plazo reflejados en los programas de estabilidad actualizados no pueden disipar la preocupación respecto a las perspectivas presupuestarias a medio plazo. En algunos países, los objetivos presupuestarios y los planes de ajuste son decepcionantes y sólo se espera un lento descenso del déficit de la zona del euro, pese a la existencia de perspectivas macroeconómicas bastante favorables. También perduran los elevados riesgos, originados por supuestos de crecimiento a veces demasiado optimistas, por el retraso del proceso de saneamiento y por la ausencia de medidas concretas y creíbles. Asimismo, los avances en las reformas institucionales y de la seguridad social son exiguos.

Por lo que se refiere a los países con un déficit excesivo, Alemania prevé situar su déficit por debajo del 3% del PIB, aunque no antes del 2007. El ajuste acumulado del 1% del PIB en el período 2006-2007 se retrasa al 2007. Posteriormente, el programa de estabilidad actualizado contempla la reducción del déficit hasta el -1,5% del PIB en el 2009, nivel todavía muy alejado de una situación próxima al equilibrio o con superávit. Están previstas nuevas reformas tributarias y de la seguridad social, encaminadas a fomentar el empleo y la sostenibilidad fiscal, y está en curso una evaluación de las próximas medidas contempladas en el procedimiento de déficit excesivo de Alemania sobre la base de este programa.

Francia tiene previsto mantener su ratio de déficit en un nivel muy próximo al 3% del PIB en el 2006 y 2007, antes de adoptar serias medidas de saneamiento destinadas a lograr el equilibrio presupuestario en el 2010. Aunque las intenciones de equilibrar el presupuesto son loables, el retrasar unos años las medidas de saneamiento merma la credibilidad del compromiso de Francia de lograr su objetivo a medio plazo. Las reformas de los sistemas de seguridad social llevadas a cabo en los últimos años han mejorado las perspectivas a largo plazo de las finanzas públicas, aunque el envejecimiento de la población sigue planteado notables retos en materia fiscal. La decisión respecto a las fases siguientes del procedimiento de déficit excesivo de Francia depende del déficit alcanzado en el 2005 y de las próximas previsiones de la Comisión Europea para los años 2006-2007.

En Grecia, Italia y Portugal, los objetivos presupuestarios se basan en las recomendaciones y comunicaciones del Consejo de la UE relativas a los procedimientos de déficit excesivo de estos países, en los que se prevé reducir el déficit hasta un nivel inferior al 3% del PIB en el 2006, 2007 y 2008, respectivamente. Posteriormente, los tres países tienen previstos moderados avances en el saneamiento presupuestario. La estrategia contemplada para el ajuste del gasto es razonable, pero estos países no han especificado aún con claridad las medidas previstas para lograr los objetivos. Por lo tanto, existe la posibilidad de desbordamiento del gasto. Además, se recurre todavía a algunas medidas transitorias. Aunque las presiones fiscales derivadas del envejecimiento de la población son considerables, los programas de estabilidad no contemplan planes de acción concretos. En Portugal, se prevé reforzar las reglas fiscales nacionales, mientras que en Grecia está en curso una reestructuración del instituto nacional de estadística, encaminada a mejorar la recopilación de datos presupuestarios.

En cuanto a los demás países de la zona del euro, los programas de estabilidad actualizados tienen como objetivo a medio plazo mantener o alcanzar situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. Por otra parte, los objetivos a medio plazo han de lograrse dentro del horizonte temporal de los programas. Sin embargo, pocos países están presentando planes concretos de reformas destinadas a hacer frente a la carga presupuestaria derivada del envejecimiento de la población, mientras que algunos países tienen previsto reforzar las instituciones fiscales nacionales.

ESTRATEGIAS A SEGUIR

Para la zona del euro sigue siendo prioritario realizar avances significativos en el saneamiento presupuestario, como parte de una estrategia a medio plazo orientada a potenciar el crecimiento y la confianza. Los déficits excesivos deberán corregirse lo antes posible y, en todo caso, dentro de los horizontes temporales recomendados por el Consejo de la UE. Los objetivos a medio plazo deberán establecerse en función de los retos presentes y futuros para la sostenibilidad de las finanzas públicas, y su consecución no deberá retrasarse (por ejemplo, por razones electorales). En algunos casos, ello exigirá que los países establezcan objetivos presupuestarios más estrictos.

La mayor parte de los países necesitan urgentemente reducir su vulnerabilidad fiscal. Para ello, han de especificarse y aplicarse las medidas adecuadas con la mayor celeridad. Las instituciones fiscales que toman medidas de saneamiento en relación con la elaboración y la ejecución de los presupuestos y con el control del gasto han de contemplar también, en algunos casos, reformas destinadas a garantizar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios y reducir los riesgos correspondientes.

Asimismo, es preciso ampliar los márgenes de seguridad ante una evolución adversa de las finanzas públicas a corto y a largo plazo. Han de utilizarse los beneficios extraordinarios para reducir más rápidamente el déficit y la deuda o constituir una protección contra posibles acontecimientos desfavorables. En el pasado, en muchos casos se ha considerado erróneamente que estos beneficios extraordinarios eran permanentes, por lo que se han utilizado para financiar gastos más elevados o recortes impositivos, contribuyendo así a la creación de desequilibrios fiscales crecientes y persistentes.

Las estrategias fiscales no sólo deben estar orientadas a corregir los desequilibrios presupuestarios, sino también a fomentar el crecimiento potencial y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello concuerda también con la estrategia triple para hacer frente al envejecimiento de la población a través de (i) reformas de la seguridad social, (ii) una mayor tasa de actividad en los mercados de trabajo, y (iii) el saneamiento presupuestario y la reducción de la deuda. Aunque la experiencia sugiere que, en general, es preferible adoptar una estrategia de ajuste basada en el gasto a elevar los impuestos, para aumentar la confianza lo fundamental es la credibilidad del programa y el efecto conjunto de todas las medidas. Las modificaciones tributarias deberían tener en cuenta y potenciar los incentivos al empleo, la inversión y la innovación. El control del gasto debería conseguirse reduciendo los compromisos, en lugar de reducir la financiación de las obligaciones existentes de los niveles centrales o subcentrales de gobierno (a través del recorte de las transferencias). Las reformas de los sistemas de protección social y también una mayor eficiencia y racionalización de los servicios públicos permitirían conseguir importantes ahorros fiscales, aminorando así el déficit y la deuda y cerrando la brecha de financiación derivada del envejecimiento de la población.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de apreciación en enero, el euro se debilitó en febrero. La depreciación del euro en términos efectivos nominales tuvo su origen, principalmente, en la caída de su cotización frente al dólar estadounidense y el yen japonés, y, en menor medida frente al renminbi chino, varias monedas de Asia y la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras un período de fortalecimiento en enero, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en febrero (véase gráfico 45). Al parecer, en la cotización entre las dos monedas han seguido influyendo las expectativas de los mercados respecto a la trayectoria de la política monetaria en Estados Unidos y la zona del euro. En particular, las expectativas de una reducción del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona parecen haberse atenuado ligeramente a la vista de los datos más recientes sobre la economía estadounidense. Al mismo tiempo, los grandes desequilibrios externos de Estados Unidos, que se evidencian en el déficit récord por cuenta corriente registrado en el 2005, siguen siendo a juicio de los participantes en el mercado un factor clave de riesgo a medio plazo para el dólar. El 1 de marzo, el euro cotizaba a 1,20 dólares, es decir, un 1,4% por debajo del nivel de finales de enero y un 3,9% por debajo de la media del año 2005.

YEN JAPONÉS/EURO

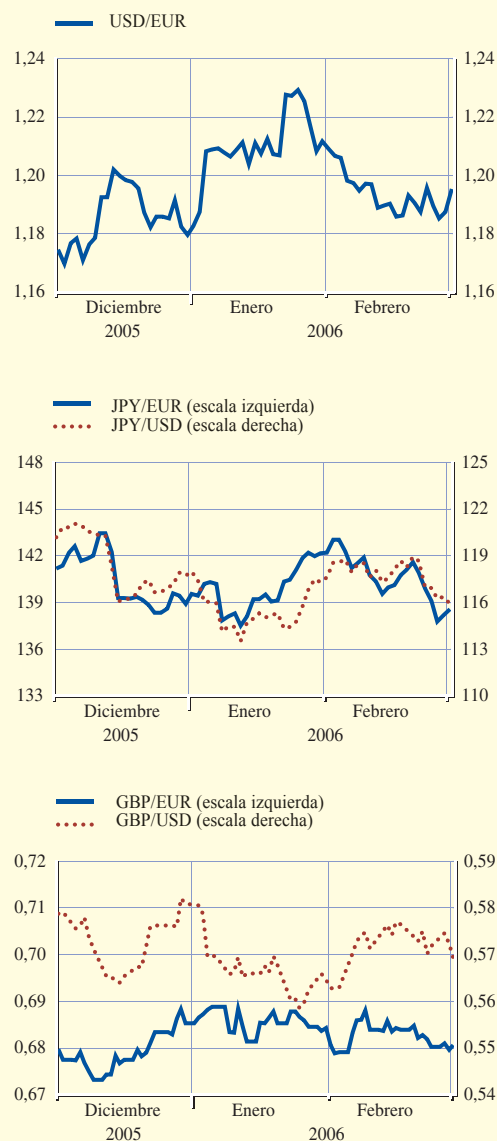
Tras una subida en enero, el euro se depreció frente al yen japonés en febrero. Aparentemente, en la evolución del tipo de cambio del yen influyó el cambio en las expectativas respecto al momento en que el Banco de Japón abandonaría su actual política monetaria expansiva basada en objetivos cuantitativos. El 1 de marzo, el euro cotizaba a 138,6 yenes, un 2,5% por debajo del nivel de finales de enero y un 1,3% por encima de la media del 2005 (véase gráfico 45).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

La mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y cotizaron al tipo de cambio correspondiente a la paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 46), con la excepción de la corona eslovaca, que se apreció un 1,1% frente al euro en febrero para co-

Gráfico 45 Evolución de los tipos de cambio

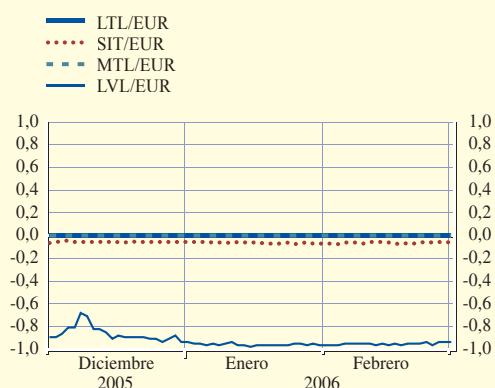
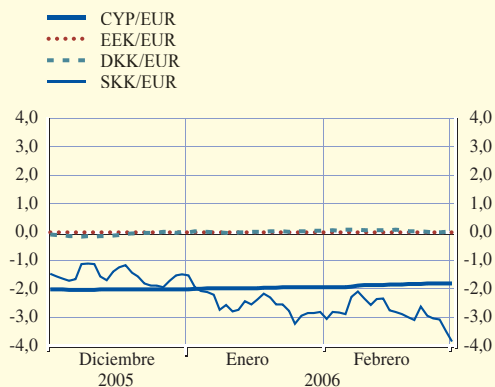
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 46 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

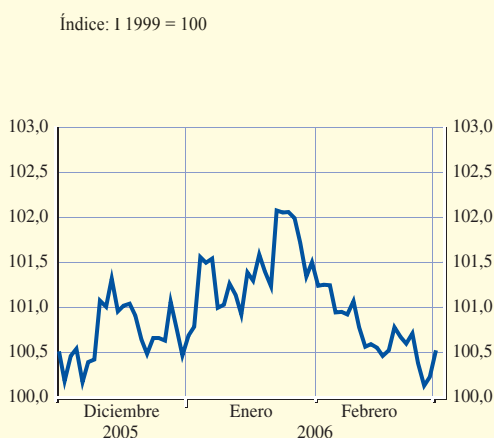


Fuente: BCE.

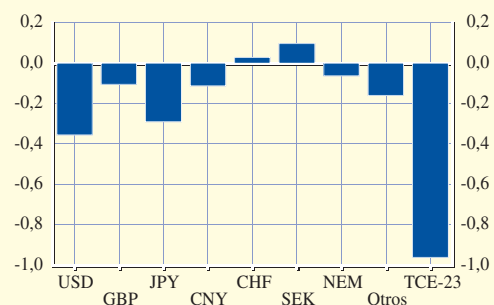
Notas: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/alta de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 47 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
31 enero 2006 - 1 marzo 2006
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

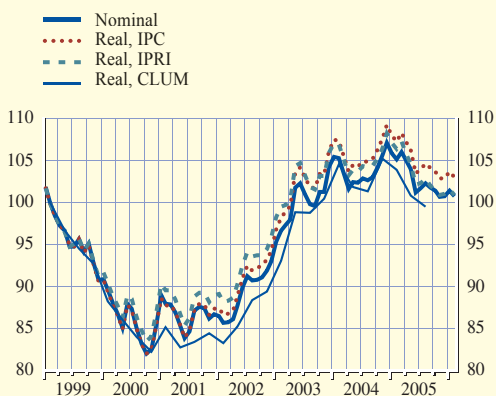
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

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.

tizar, el 1 de marzo, un 3,8% por encima de paridad. Esta apreciación cobró impulso después de que el Národná Banka Slovenska elevara el tipo de interés oficial en 50 puntos básicos. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina y, el 1 de marzo cotizaba a 0,68 libras, un 0,5% por debajo tanto del nivel de finales de enero como de la media del 2005. Al mismo tiempo, se apreció frente a la corona sueca (2,1%), se depreció frente al zloty polaco (1,6%) y se mantuvo estable frente a la corona checa y el forint húngaro.

Gráfico 48 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-23 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero del 2006. En el caso de los TCE-23 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre del 2005.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de enero y el 1 de marzo, el euro se mantuvo en general estable frente al franco suizo y el dólar australiano, pero se depreció frente a la corona noruega (0,8%), el dólar canadiense (1,9%) y varias monedas de Asia.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de marzo, 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 1% por debajo del nivel registrado a finales de diciembre y un 2,4% por debajo de la media del año 2005 (véase gráfico 47). La depreciación del euro en términos efectivos nominales durante este período tuvo su origen, principalmente, en la caída de su cotización frente al dólar estadounidense y el yen japonés y, en menor medida, frente al renminbi chino, varias monedas de Asia y la libra esterlina.

Por lo que se refiere a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, el tipo de cambio efectivo real del euro se debilitó en febrero del 2006 en comparación con la media del año anterior, de lo que se deduce que se produjo un aumento de la competitividad en términos de precios de la zona (véase gráfico 48). En febrero, el índice del tipo de cambio efectivo real basado en la evolución de los precios de consumo se situó un 2,1% por debajo de la media del año 2005, mientras que la depreciación respecto al 2005 fue del 2,7% para el índice basado en la evolución de los precios industriales. Todo ello fue resultado, en gran medida, de una caída del tipo de cambio efectivo nominal del euro.

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el año 2005, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit 29 mm de euros, frente al superávit de 43,5 mm de euros contabilizado en el 2004. Este cambio tuvo lugar, principalmente, como consecuencia de una notable caída del superávit de la balanza de bienes que, a su vez, fue atribuible, en gran medida, al mayor coste de las importaciones de crudo. El aumento en 20 mm de euros del déficit de la balanza de rentas, como consecuencia de un aumento de los pagos por este concepto, también contribuyó, aunque en menor grado, al cambio de signo de la balanza por cuenta corriente. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 12,8 mm de euros en el 2005, frente a las entradas netas de 24,4 mm de euros contabilizadas en el 2004. Este descenso se debió tanto a la disminución de las entradas netas de valores distintos de acciones como al aumento de las salidas netas de inversión directa extranjera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el cuarto trimestre del 2005, las importaciones y las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentaron un 1,2% en comparación con el trimestre anterior. Aunque, en términos nominales, las importaciones y las exportaciones de bienes registraron un vigoroso crecimiento del 3,6% y del 2,2%, respectivamente,

Cuadro 10 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 Nov	2005 Dic	2005 Mar	2005 Jun	2005 Sep	2005 Dic	2004 Dic	2005 Dic
Cuenta corriente	-9,5	-5,3	1,5	0,1	-3,9	-7,4	43,5	-29,0
Bienes	3,8	2,3	7,1	6,2	3,7	2,4	105,8	58,2
Exportaciones	107,6	109,0	96,3	99,3	104,3	106,6	1.125,2	1.219,5
Importaciones	103,8	106,7	89,3	93,1	100,6	104,2	1.019,3	1.161,4
Servicios	4,1	3,3	2,5	2,3	2,1	3,5	28,5	31,4
Exportaciones	33,3	31,9	31,1	31,5	33,3	32,6	359,0	385,2
Importaciones	29,2	28,6	28,6	29,1	31,1	29,0	330,4	353,7
Rentas	-10,0	-4,7	-2,2	-4,1	-4,3	-7,4	-34,0	-54,0
Transferencias corrientes	-7,3	-6,2	-5,8	-4,4	-5,4	-6,0	-56,8	-64,5
Cuenta financiera¹⁾	-8,8	-40,9	8,6	14,5	9,9	-19,9	-8,3	39,6
Total inversiones directas y de cartera	-47,5	-22,7	-5,4	30,6	-1,7	-27,7	24,4	-12,8
Inversiones directas	-12,9	-6,8	-6,7	-3,9	-32,5	-8,7	-46,8	-155,3
Inversiones de cartera	-34,7	-15,9	1,3	34,4	30,9	-19,0	71,2	142,6
Acciones y participaciones	-6,9	31,0	-3,9	8,7	39,4	3,8	34,7	144,1
Valores distintos de acciones	-27,8	-46,9	5,2	25,7	-8,5	-22,9	36,5	-1,5
Bonos y obligaciones	-15,6	-16,8	-9,7	25,6	-15,7	-13,8	81,0	-40,9
Instrumentos del mercado monetario	-12,2	-30,2	14,9	0,1	7,2	-9,0	-44,4	39,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

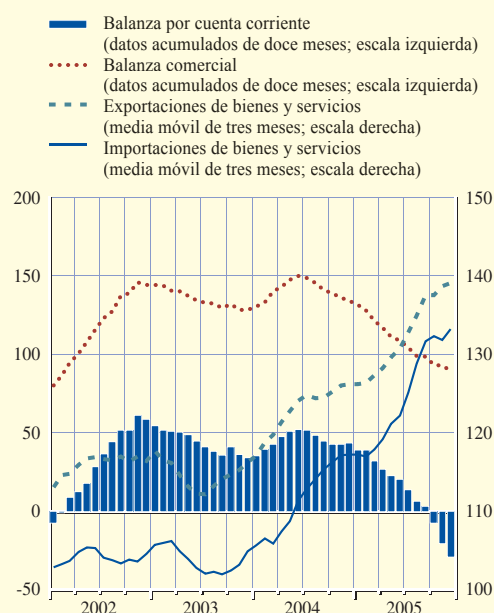
1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

el comercio de servicios experimentó un importante deterioro con sendas caídas de las importaciones (6,7%) y las exportaciones (2,1%).

La desagregación de los datos de comercio exterior por volúmenes y precios (disponible hasta noviembre del 2005) sugiere que el actual crecimiento de las exportaciones nominales de bienes tiene su origen en un incremento de las exportaciones reales, debido, en gran medida, a la favorable situación de la demanda exterior y al impacto retardado de los aumentos de competitividad en términos de precios resultantes de la depreciación del euro hacia mediados del 2005. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones nominales de bienes es consecuencia, principalmente, de los incrementos de los precios de importación, ya que, en términos reales, se observó un cierto descenso hacia finales de año. La subida de los precios de importación en el cuarto trimestre reflejó, básicamente, la evolución de los precios de las materias primas distintas del petróleo y la depreciación del euro, si bien los precios del crudo también se mantuvieron en niveles elevados. El incremento de los

Gráfico 49 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

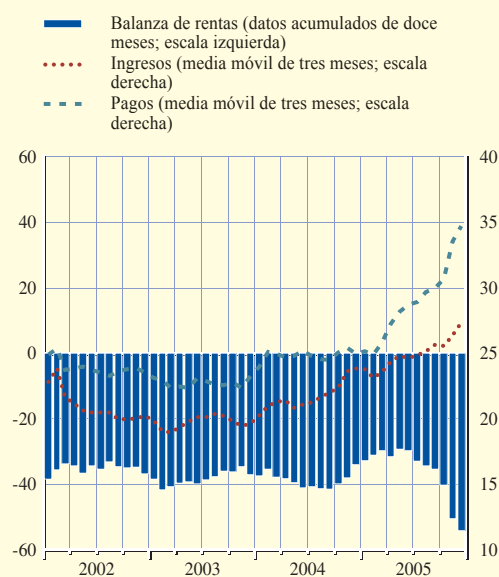
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 50 Balanza de rentas de la zona del euro: ingresos y pagos

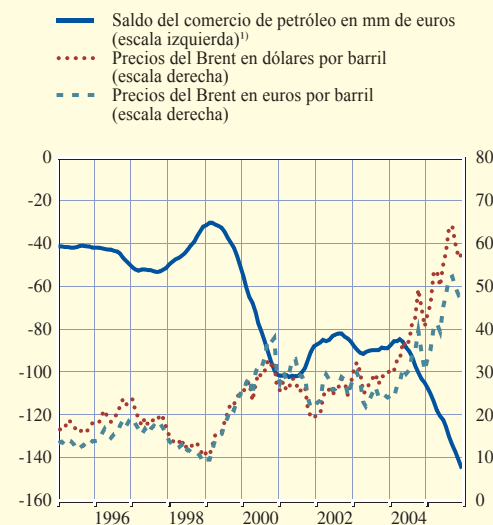
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 51 Saldo del comercio de petróleo de la zona del euro y precios del Brent

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y Bloomberg.

1) Saldo del comercio de petróleo acumulado de doce meses.

precios de importación explica también, en parte, la reciente desaceleración del crecimiento de las importaciones en términos reales.

Considerando la evolución durante todo el año 2005 (véanse gráfico 49 y cuadro 10) la balanza por cuenta corriente registró un déficit de 29 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB), frente a un superávit de 43,5 mm de euros en el 2004 (alrededor del 0,6% del PIB). Este cambio fue resultado, en gran medida, de una disminución del superávit de la balanza de bienes de 47,7 mm de euros (de 105,8 mm de euros en el 2004 a 58,2 mm de euros en el 2005) y, en menor grado, de un aumento del déficit de la balanza de rentas de 20 mm de euros (de 34 mm de euros en el 2004 a 54 mm de euros en el 2005). El incremento del déficit de rentas refleja el fuerte aumento de los pagos por este concepto (véase gráfico 50), que parece deberse, en parte, al notable incremento del saldo de los valores de renta variable de la zona del euro en poder de no residentes observado en los últimos años. Al mismo tiempo, la balanza de servicios y la balanza de transferencias corrientes se mantuvieron, en general, estables.

La reducción del superávit de la balanza de bienes es atribuible, en su mayor parte, al aumento del déficit del comercio de petróleo que, a su vez, se debió principalmente al aumento del coste de las importaciones de crudo. En el gráfico 51 se observa que dicho déficit se elevó a 145 mm de euros (equivalentes, aproximadamente, al 1,8% del PIB) en el 2005, frente a los 105 mm de euros registrados un año antes (alrededor del 1,4% del PIB). Este incremento explica en buena parte la caída de 47,7 mm de euros del superávit de bienes en el 2005. En el gráfico 51 también se indica claramente que el déficit del petróleo aumentó en consonancia con el alza de los precios del crudo, aunque el impacto de este alza se ha atenuado por la apreciación del euro a partir del 2002 (como puede observarse al comparar el nivel de precios del Brent, que es más bajo en euros que en dólares estadounidenses). Desde una perspectiva de más largo plazo, los

notables incrementos del precio del crudo en los años 1999-2000 y 2004-2005 se han traducido en un aumento del déficit del comercio de la zona del euro por este concepto de casi el cuádruplo en los diez últimos años (aumento equivalente, aproximadamente, al 1,1% del PIB).

CUENTA FINANCIERA

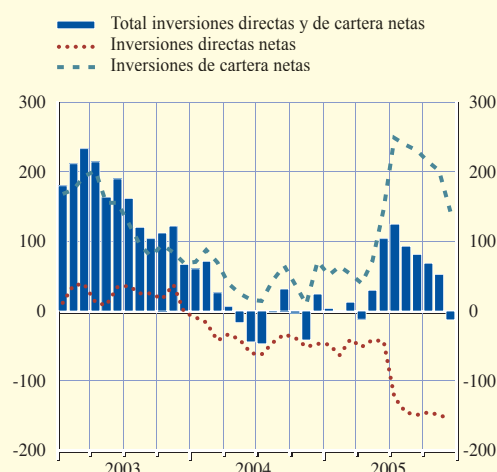
En el último trimestre del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró fuertes salidas netas medias mensuales por importe de 27,7 mm de euros (véase cuadro 10). Concretamente, las salidas netas de valores distintos de acciones (22,9 mm de euros) reflejaron la venta, por parte de no residentes, de 32,7 mm de euros en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en noviembre y diciembre del 2005.

Desde una perspectiva más amplia, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 12,8 mm de euros en el 2005, frente a las entradas netas de 24,4 mm de euros contabilizadas en el 2004. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas de capital aumentaron en los siete primeros meses del 2005 para experimentar, posteriormente, una contracción, debido tanto al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera como al aumento de las salidas netas de inversión directa extranjera (véase gráfico 52). La caída de las inversiones de cartera tiene su origen en una tendencia descendente de las inversiones netas en valores de renta variable observada en la zona del euro desde el verano del 2005. Las entradas netas de inversiones en valores distintos de acciones de la zona del euro registraron una acusada caída y alcanzaron prácticamente el equilibrio en el 2005, ya que las salidas netas de bonos y obligaciones —coincidiendo con el aumento del diferencial de rendimientos a largo plazo entre la deuda pública de Estados Unidos y de la zona del euro— se compensaron con las entradas netas de instrumentos del mercado monetario.

El déficit de inversiones directas en el 2005 aumentó en 108,5 mm de euros con respecto al año anterior, debido tanto al incremento de las inversiones de residentes de la zona del euro en el exterior como al descenso de las inversiones de no residentes en la zona. Ello podría deberse a la mayor disposición de las empresas multinacionales de la zona del euro a la expansión en el exterior, tras cierta mejora de las perspectivas económicas de la zona. Al mismo tiempo, el crecimiento económico en otras regiones del mundo fue incluso más vigoroso en el 2005, lo que podría haber dado lugar a una desviación de la inversión por parte de las empresas multinacionales extranjeras en detrimento de la zona del euro.

Gráfico 52 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.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int. Véase la dirección en Internet (www.ecb.int) para series de datos más largas y detalladas.

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	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	14,8	2,34	3,42
2005 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	14,2	2,36	3,53
Dic	11,3	8,5	7,3	7,5	9,2	15,8	2,47	3,41
2006 Ene	10,2	8,4	7,6	.	9,7	.	2,51	3,39
Feb	.	.	.	.	.	.	2,60	3,55

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	1,9	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	.	.	1,2	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	0,7	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	4,4	.	1,7	1,9	81,4	.	8,3
2005 Sep	2,6	4,4	-	-	1,4	-	-	8,4
Oct	2,5	4,2	-	-	0,2	81,1	-	8,3
Nov	2,3	4,2	-	-	2,9	-	-	8,4
Dic	2,2	4,7	-	-	2,5	-	-	8,3
2006 Ene	2,4	.	-	-	.	81,7	-	8,3
Feb	2,3	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	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	-16,9	58,5	-155,3	142,6	320,2	103,0	105,2	1,2441
2005 I	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,8	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	-10,9	8,3	-26,1	-57,1	320,2	100,9	103,1	1,1884
2005 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	103,6	1,2015
Nov	-6,4	2,5	-12,9	-34,7	322,7	100,7	102,9	1,1786
Dic	2,2	2,5	-6,8	-15,9	320,2	100,7	102,8	1,1856
2006 Ene	.	.	.	.	332,0	101,4	103,6	1,2103
Feb	.	.	.	.	.	100,7	103,0	1,1938

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 27 Ene	2006 3 Feb	2006 10 Feb	2006 17 Feb
Oro y derechos en oro	163.779	163.747	163.668	163.564
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	155.424	156.140	154.438	154.161
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	23.096	22.696	23.086	23.157
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9.086	8.885	9.197	10.902
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	416.036	390.020	393.516	395.208
Operaciones principales de financiación	316.000	290.000	293.499	295.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	100.017	100.017	100.017	100.017
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	19	2	0	188
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	1	0	2
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4.041	3.684	3.863	4.020
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	95.225	95.530	96.355	94.335
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.113	40.597	40.597	40.597
Otros activos	148.386	149.074	150.656	153.389
Total activo	1.055.186	1.030.373	1.035.376	1.039.333

2. Pasivo

	2006 27 Feb	2006 3 Feb	2006 10 Feb	2006 17 Feb
Billetes en circulación	546.654	550.595	550.292	549.355
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	159.972	150.969	159.534	156.602
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	159.882	150.951	159.508	156.586
Facilidad de depósito	79	17	25	13
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	11	1	1	3
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	155	158	158	158
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	72.067	51.878	49.494	55.539
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	12.837	12.759	12.563	12.643
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	299	241	226	228
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.666	10.843	10.291	9.913
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.922	5.920	5.920	5.920
Otros pasivos	68.151	68.548	68.437	67.913
Cuentas de revalorización	119.113	119.113	119.113	119.113
Capital y reservas	59.350	59.349	59.348	61.949
Total pasivo	1.055.186	1.030.373	1.035.376	1.039.333

Fuente: BCE.



1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
Operaciones principales de financiación							
2005 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
8	421.394	384	293.500	2,25	2,31	2,31	7
15	414.904	394	295.000	2,25	2,31	2,31	7
22	402.410	393	308.000	2,25	2,31	2,32	6
28	370.255	346	301.500	2,25	2,32	2,34	8
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 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 ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1

Fuente: BCE.

- 1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- 2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- 4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- 5) Se llevó a cabo una operación excepcional según el procedimiento normal para las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPLM) debido a que una puja errónea impidió al BCE ejecutar la OFPLM por el importe total el día anterior.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
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
Dic	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6

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
IV	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	154,7	155,4	0,7	0,0	2,30
7 Mar	157,7	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez		
	1	2	3	4	5	6	7	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
7 Feb	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005 I	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	301,0	12,5	179,3
II	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	319,6	13,3	191,3
III	1.351,1	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	328,9	13,3	200,4
2005 Oct	1.370,1	630,5	21,2	0,6	608,6	184,2	166,4	2,1	15,7	-	14,4	326,9	13,3	200,8
Nov	1.386,9	630,8	21,2	0,6	608,9	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
Dic	1.403,8	635,6	20,7	0,6	614,3	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	13,2	217,5
2006 Ene ^(p)	1.444,4	664,4	20,7	0,6	643,1	187,4	167,5	2,2	17,6	-	14,9	349,5	13,3	215,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.825,3	811,3	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
2005 I	22.026,5	13.050,2	805,4	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,9
II	22.769,9	13.255,2	807,3	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,7
III	23.052,0	13.430,5	814,9	8.068,2	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,1	81,4	1.013,6	3.517,2	164,2	1.471,5
2005 Oct	23.294,3	13.589,9	811,0	8.133,4	4.645,4	3.434,5	1.399,9	522,0	1.512,5	83,7	990,1	3.577,3	165,1	1.453,9
Nov	23.762,4	13.697,7	805,4	8.217,6	4.674,7	3.551,3	1.483,9	543,5	1.523,9	87,1	1.009,4	3.717,0	165,3	1.534,7
Dic	23.601,4	13.682,2	831,2	8.291,8	4.559,3	3.505,4	1.440,2	551,8	1.513,3	84,9	1.006,9	3.643,9	165,6	1.512,5
2006 Ene ^(p)	23.911,2	13.794,4	826,5	8.383,2	4.584,8	3.545,0	1.459,0	555,3	1.530,7	86,8	1.032,1	3.745,3	164,6	1.543,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 I	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
II	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
III	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
2005 Oct	1.370,1	554,7	413,6	46,3	17,5	349,7	-	0,6	184,2	27,3	189,8
Nov	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
Dic	1.403,8	582,7	385,5	24,4	14,5	346,6	-	0,1	202,2	27,6	205,7
2006 Ene ^(p)	1.444,4	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	209,2	30,7	201,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2003	19.795,4	-	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 I	22.026,5	-	11.653,2	126,3	6.706,2	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,7	1.771,7
II	22.769,9	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.976,0
III	23.052,0	-	11.905,5	135,1	6.986,7	4.783,7	712,9	3.807,0	1.277,3	3.353,7	1.995,6
2005 Oct	23.294,3	-	12.058,9	133,1	7.029,7	4.896,1	712,6	3.843,7	1.276,3	3.419,3	1.983,4
Nov	23.762,4	-	12.130,7	137,2	7.056,3	4.937,2	716,7	3.872,2	1.295,4	3.609,2	2.138,2
Dic	23.601,4	-	12.198,4	150,2	7.192,2	4.856,0	697,8	3.858,7	1.309,2	3.511,4	2.025,9
2006 Ene ^(p)	23.911,2	-	12.202,1	133,7	7.200,0	4.868,4	693,4	3.889,0	1.341,8	3.604,5	2.180,3

Fuente: BCE.

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	8.496,9	827,0	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.433,5
II	17.038,8	8.747,6	828,4	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,7
III	17.317,9	8.904,9	836,1	8.068,8	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
2005 Oct	17.452,5	8.966,3	832,3	8.134,0	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,4	1.610,5
Nov	17.880,2	9.044,9	826,6	8.218,2	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,1	178,6	1.695,2
Dic	17.851,0	9.144,2	851,9	8.292,4	2.159,7	1.605,8	553,9	707,1	3.980,9	178,9	1.680,2
2006 Ene ^(p)	18.122,1	9.231,0	847,2	8.383,8	2.184,0	1.626,6	557,5	719,9	4.094,8	177,9	1.714,6
Operaciones											
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	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	60,3
II	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,2	126,4	1,0	133,0
III	256,7	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,3	1,0	-0,4
2005 Oct	134,4	61,2	-3,8	65,0	31,5	15,8	15,7	7,9	56,3	0,9	-23,4
Nov	217,6	77,7	-5,7	83,4	62,5	44,0	18,4	1,4	25,4	0,3	50,4
Dic	-42,5	97,4	23,7	73,7	-37,6	-45,6	8,0	-4,5	-81,3	0,4	-16,8
2006 Ene ^(p)	289,9	77,6	-4,6	82,2	33,4	28,6	4,8	10,7	129,4	-1,2	40,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
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
III	17.317,9	507,1	182,4	7.002,0	631,5	2.284,1	1.162,1	3.381,1	2.185,4	-17,8
2005 Oct	17.452,5	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,0	1.158,7	3.446,6	2.173,3	-8,2
Nov	17.880,2	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.174,0	3.637,3	2.333,9	-2,6
Dic	17.851,0	532,9	174,6	7.206,8	613,0	2.327,4	1.196,9	3.539,0	2.231,7	28,9
2006 Ene ^(p)	18.122,1	520,9	191,7	7.217,6	606,7	2.340,8	1.224,0	3.635,2	2.381,6	3,9
Operaciones										
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	65,2	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
III	256,7	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	18,9	-4,2
2005 Oct	134,4	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,2	1,8	62,9	-11,8	11,1
Nov	217,6	4,0	5,7	24,6	-9,3	10,8	4,0	69,0	106,4	2,4
Dic	-42,5	18,4	-10,5	121,0	-17,0	-6,7	17,6	-94,7	-102,9	32,4
2006 Ene ^(p)	289,9	-12,0	17,1	15,1	9,2	8,7	7,7	126,5	133,0	-15,4

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

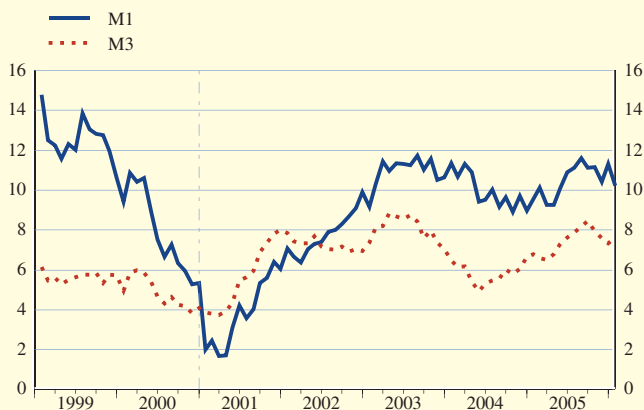
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		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 ²⁾				
	1	2	3	4					5	6		7	8	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	2.327,4	8.830,0	7.673,7	387,5				
II	3.257,5	2.557,9	5.815,3	981,1	6.796,4	-	4.797,2	2.352,4	9.114,6	7.894,0	469,8				
III	3.348,4	2.629,8	5.978,2	1.001,5	6.979,7	-	4.866,3	2.369,2	9.336,1	8.084,3	454,0				
2005 Oct	3.369,1	2.635,6	6.004,8	990,0	6.994,8	-	4.902,2	2.405,9	9.391,6	8.148,4	437,0				
Nov	3.379,7	2.638,5	6.018,2	1.001,5	7.019,7	-	4.943,9	2.477,1	9.477,2	8.213,5	398,3				
Dic	3.417,4	2.649,9	6.067,2	990,1	7.057,3	-	4.984,9	2.486,3	9.543,2	8.278,2	423,6				
2006 Ene ^(p)	3.433,4	2.673,1	6.106,5	993,3	7.099,8	-	5.026,3	2.482,0	9.655,8	8.379,7	459,5				
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	53,4	572,5	504,3	163,0				
2005 I	91,3	8,2	99,4	-20,5	78,9	-	107,1	25,2	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				
III	91,9	71,7	163,6	21,1	184,6	-	57,1	20,9	213,4	193,4	-30,0				
2005 Oct	21,1	5,1	26,2	-15,4	10,8	-	40,6	12,3	87,3	63,9	-16,2				
Nov	9,5	2,0	11,6	-2,5	9,1	-	26,6	30,0	77,4	64,3	-43,5				
Dic	37,8	11,7	49,4	-11,3	38,1	-	23,5	7,7	62,0	64,2	15,5				
2006 Ene ^(p)	17,5	25,3	42,9	10,8	53,7	-	26,0	3,9	102,5	92,4	21,0				
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	2,4	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				
Sep	11,1	6,5	8,8	6,1	8,4	8,2	8,7	1,3	9,1	8,8	77,7				
2005 Oct	11,2	6,0	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,8	9,4	8,9	50,0				
Nov	10,4	5,9	8,2	3,8	7,6	7,6	8,7	3,3	9,4	9,0	-2,6				
Dic	11,3	5,4	8,5	0,8	7,3	7,5	8,4	4,5	9,4	9,2	-16,7				
2006 Ene ^(p)	10,2	6,4	8,4	3,3	7,6	.	8,5	3,6	9,9	9,7	1,3				

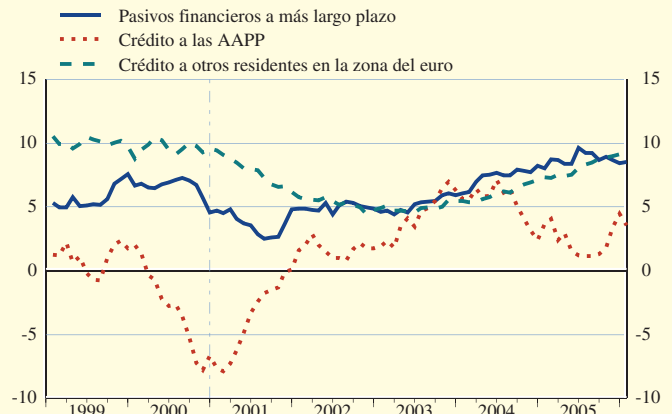
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

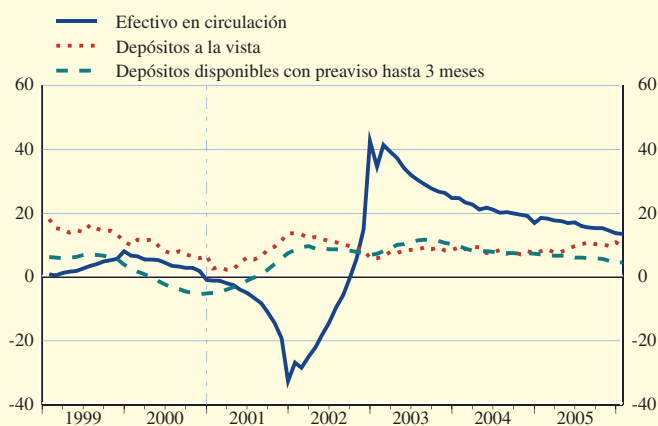
2.3 Estadísticas monetarias

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

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

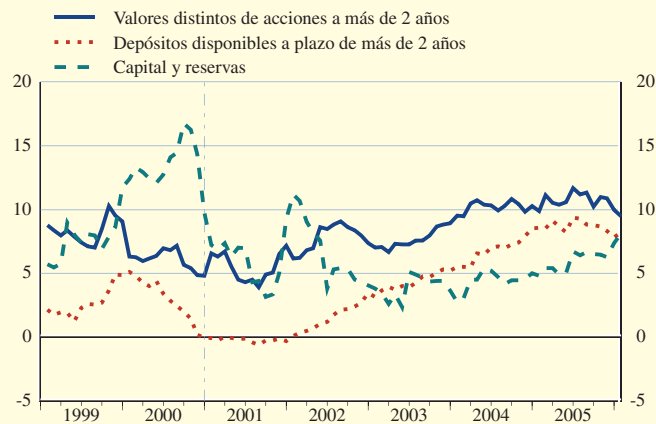
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	106,0	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
III	507,4	2.841,0	1.084,0	1.545,9	244,9	636,6	120,0	2.158,3	87,8	1.464,1	1.156,2
2005 Oct	515,0	2.854,2	1.087,0	1.548,7	237,3	631,3	121,4	2.186,7	87,0	1.473,6	1.154,8
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	514,8	2.902,5	1.109,1	1.540,8	232,4	626,6	131,1	2.200,9	86,3	1.503,4	1.194,3
2006 Ene ^(p)	530,0	2.903,4	1.121,5	1.551,6	238,7	608,0	146,5	2.202,1	87,5	1.517,0	1.219,7
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	-1,1	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
III	13,7	78,1	44,5	27,2	5,2	13,6	2,2	31,4	-3,8	17,6	11,9
2005 Oct	7,5	13,6	2,3	2,8	-7,6	-8,8	1,0	28,1	-0,7	9,5	3,7
Nov	4,7	4,9	1,9	0,2	0,5	-7,6	4,6	6,8	-0,4	10,2	10,0
Dic	-4,8	42,6	19,8	-8,1	-5,4	-7,5	1,6	3,8	-0,4	7,1	13,0
2006 Ene ^(p)	15,2	2,4	14,3	11,0	6,4	-2,9	7,4	4,4	1,3	14,2	6,0
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	6,4	10,6	0,5	9,1	5,4
Jun	17,2	9,8	3,4	6,1	10,3	2,3	10,4	11,7	1,4	9,4	6,7
Sep	15,3	10,4	7,2	5,9	8,8	3,7	14,5	10,3	-2,3	8,8	6,5
2005 Oct	15,3	10,4	6,2	5,7	5,0	1,4	17,5	11,0	-3,8	8,7	6,5
Nov	14,6	9,7	6,7	5,2	6,6	0,5	17,0	10,9	-4,5	8,3	6,3
Dic	13,7	10,9	6,6	4,3	-3,1	-1,0	20,3	10,0	-4,9	7,8	7,4
2006 Ene ^(p)	13,6	9,6	8,5	4,7	3,4	-1,4	31,6	9,5	-3,9	8,2	8,1

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



Fuente: BCE.

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



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

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

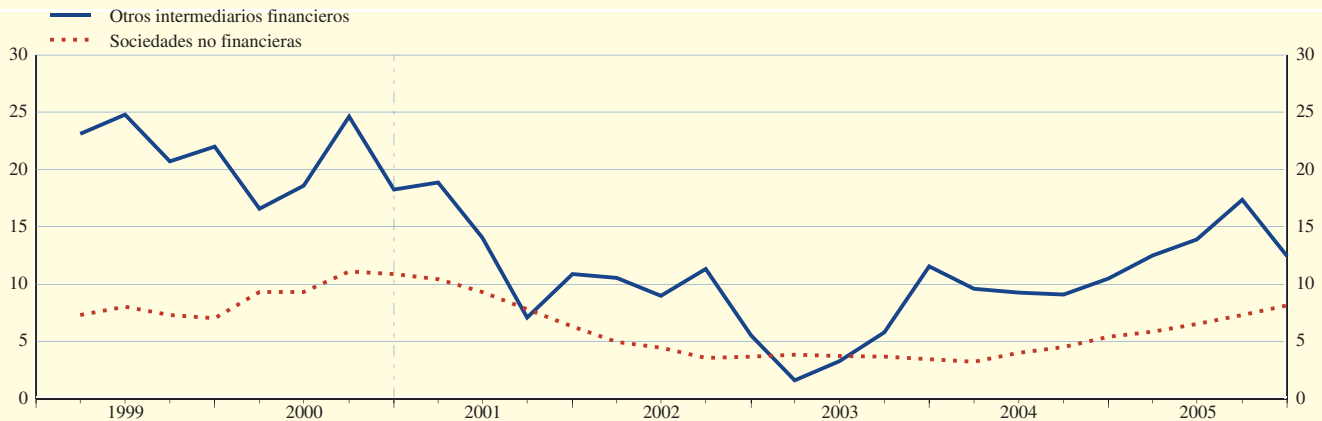
1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		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
Saldos vivos								
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	3.152,8	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
III	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8
2005 Oct	68,9	45,6	601,7	369,1	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0
Nov	75,4	50,7	617,0	377,4	3.374,0	1.027,6	589,7	1.756,7
Dic	64,4	41,5	628,6	378,3	3.406,3	1.036,1	592,8	1.777,5
2006 Ene ^(p)	76,4	52,9	642,0	392,3	3.444,9	1.046,8	600,3	1.797,8
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,7	-6,9	16,1	93,4
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,0	23,7	31,1	108,2
2005 I	8,6	7,9	10,9	14,9	37,6	7,8	8,1	21,7
II	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	34,6	9,8	37,9
III	1,4	-1,0	19,7	7,3	41,7	-13,2	12,0	42,9
2005 Oct	3,7	2,8	-1,9	-2,7	27,2	8,9	10,6	7,7
Nov	6,4	5,1	13,3	7,7	31,9	9,5	3,8	18,6
Dic	-11,0	-9,3	10,6	0,7	35,9	6,1	6,9	22,9
2006 Ene ^(p)	12,0	11,5	18,1	17,1	29,9	11,4	7,5	11,0
Tasas de crecimiento								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,7	3,2	6,4
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,9	6,6	6,9
Jun	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2
Sep	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,6	8,6
2005 Oct	24,0	15,8	15,6	19,1	7,5	5,5	8,2	8,4
Nov	37,3	33,0	12,9	12,7	7,7	4,8	8,5	9,2
Dic	30,0	30,7	12,5	11,1	8,1	5,5	9,4	9,3
2006 Ene ^(p)	35,9	36,4	15,9	14,8	8,5	6,0	8,9	9,8

0115

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 IFM¹⁾

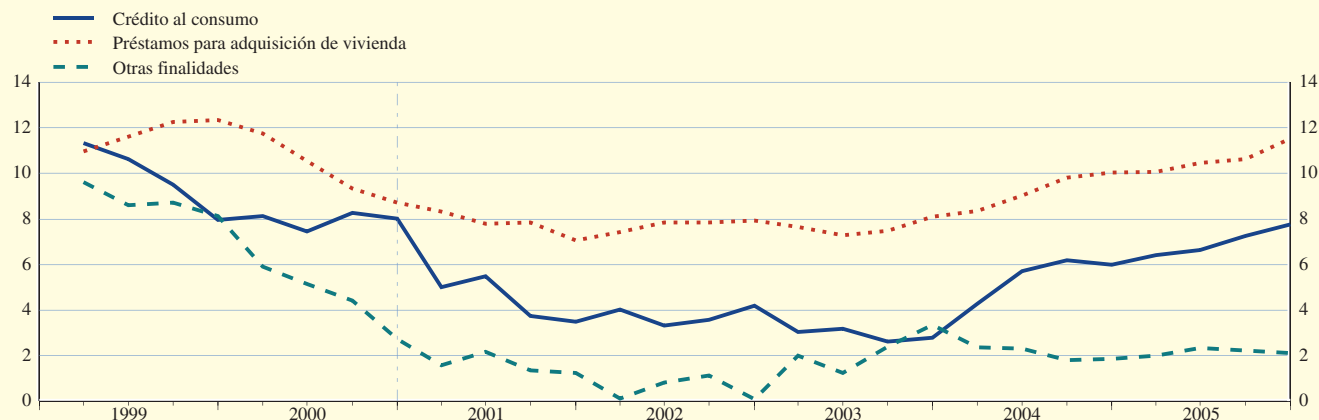
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
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	2.656,2	716,8	149,9	101,0	465,8
III	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
2005 Oct	4.120,2	548,8	126,9	200,0	221,9	2.851,0	14,9	67,8	2.768,3	720,4	145,3	101,7	473,3
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	4.192,5	553,7	128,7	201,9	223,2	2.917,5	15,2	68,2	2.834,1	721,3	146,9	99,8	474,5
2006 Ene ^(p)	4.219,9	554,3	128,2	201,9	224,2	2.946,4	15,1	68,7	2.862,6	719,2	146,0	97,4	475,9
Operaciones													
2003	211,6	13,1	8,4	6,2	-1,5	177,2	-5,9	1,6	181,4	21,3	-6,1	-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	75,7	0,5	0,5	74,6	11,1	5,6	0,5	5,0
III	90,0	8,7	1,5	2,1	5,1	83,1	0,3	1,3	81,4	-1,8	-4,7	0,1	2,7
2005 Oct	36,1	4,4	1,3	1,1	2,0	30,6	-0,3	0,3	30,7	1,0	-0,8	0,0	1,7
Nov	31,8	2,7	-0,5	0,7	2,4	26,0	0,1	0,4	25,4	3,1	2,8	0,6	-0,3
Dic	38,2	4,0	2,5	1,2	0,3	35,0	0,3	0,4	34,2	-0,8	-0,7	-0,9	0,8
2006 Ene ^(p)	22,2	1,2	-0,3	0,1	1,4	22,4	0,0	0,6	21,9	-1,4	-0,5	-2,4	1,4
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,0	3,5	-0,2	8,1	-26,2	2,5	8,6	3,4	-4,0	-4,9	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,7	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	7,4	10,1	5,0	8,0	10,1	2,0	2,1	1,1	2,2
Jun	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,5	4,1	4,6	10,7	2,3	3,8	0,6	2,3
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
2005 Oct	8,9	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,2	4,7	11,1	2,4	2,4	0,3	2,8
Nov	9,1	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	4,5	6,3	11,3	2,3	2,0	1,1	2,7
Dic	9,3	7,8	7,1	6,7	9,1	11,5	5,4	6,7	11,7	2,1	2,4	0,0	2,5
2006 Ene ^(p)	9,4	8,0	6,6	7,3	9,5	11,7	7,8	7,9	11,8	1,8	2,1	-1,6	2,5

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

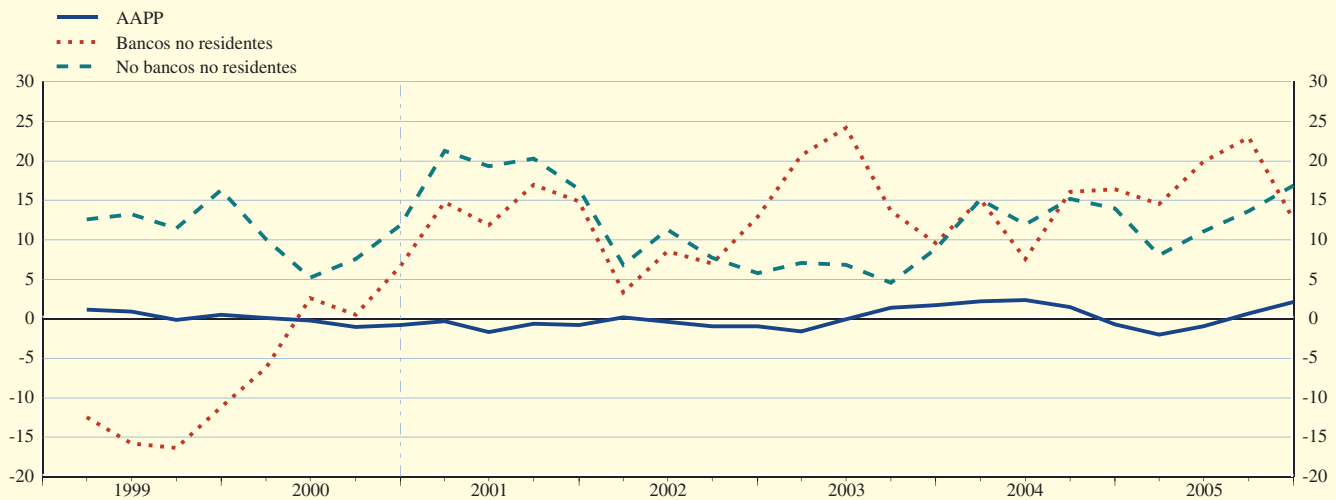
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,3	129,5	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	805,4	128,2	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	807,3	123,8	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III	814,9	124,1	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
IV ^(p)	831,2	128,6	246,8	423,7	32,1	2.466,2	1.681,0	785,3	67,7	717,6
Operaciones										
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	-6,6	-1,6	-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	7,8	0,3	-0,5	3,8	4,1	85,3	52,0	33,4	2,0	31,4
IV ^(p)	14,7	2,8	-2,7	15,1	-0,6	-24,7	-63,5	38,7	3,6	35,1
Tasas de crecimiento										
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	-2,0	-2,5	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-1,0	-1,3	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep	0,7	1,0	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
Dic ^(p)	2,1	-2,4	-3,2	4,9	34,9	13,9	12,5	16,9	10,4	17,6

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 IFM¹⁾

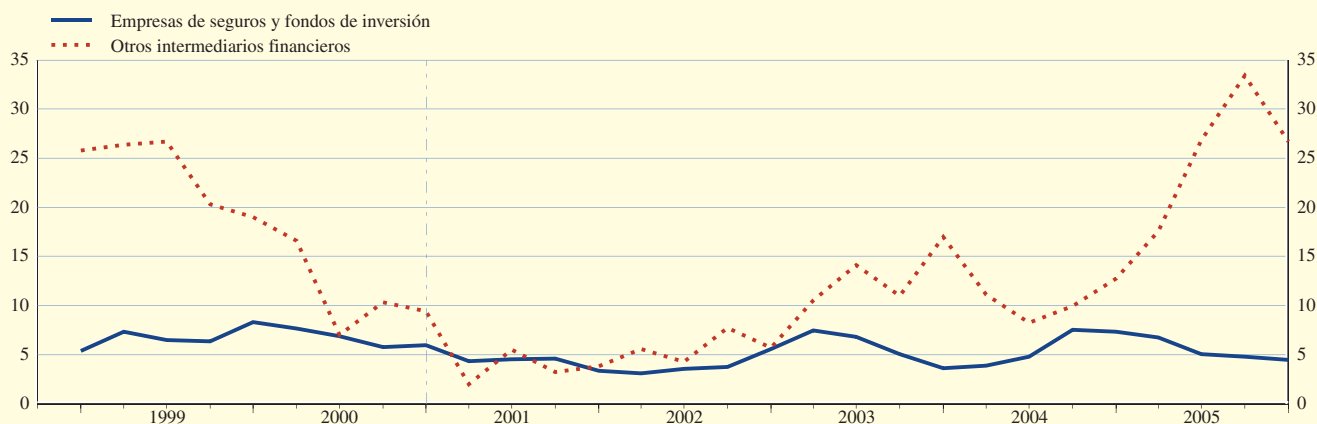
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
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
III	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,0	242,6	169,7	275,6	10,6	0,1	134,4
2005 Oct	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,1	232,3	176,5	285,5	11,0	0,1	141,7
Nov	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,3	225,6	180,1	298,3	11,1	0,1	137,0
Dic	612,3	67,6	52,0	469,6	1,2	1,4	20,5	865,5	224,1	186,1	324,5	10,5	0,1	120,2
2006 Ene ^(p)	621,3	72,7	49,8	471,6	1,2	1,4	24,6	898,0	249,4	179,2	329,9	10,0	0,1	129,5
Operaciones														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	0,8	37,6	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
III	7,2	-1,2	2,6	3,9	0,0	0,1	1,9	43,3	15,8	20,4	14,0	-0,5	0,0	-6,3
2005 Oct	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	5,9	0,4	0,0	7,3
Nov	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,5	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,8
Dic	6,1	-0,6	9,3	-0,1	0,0	0,0	-2,6	1,0	-1,7	6,2	13,9	-0,6	0,0	-16,8
2006 Ene ^(p)	9,1	5,1	-2,1	1,9	0,0	0,0	4,1	34,4	25,9	-6,4	6,0	-0,5	0,0	9,4
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	0,5	35,2	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
Sep	4,8	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,4	27,3	33,4	49,5	46,3	-	18,9
2005 Oct	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,7	25,1	51,0	45,9	-	14,6
Nov	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,0	33,9	48,0	27,1	-	13,9
Dic	4,5	12,2	-1,2	4,3	36,2	2,9	-1,0	26,7	21,9	26,6	46,8	14,3	-	0,1
2006 Ene ^(p)	3,8	6,3	-3,8	4,3	18,5	1,3	4,4	26,4	16,8	30,7	49,8	-4,5	-	3,6

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 IFM¹⁾

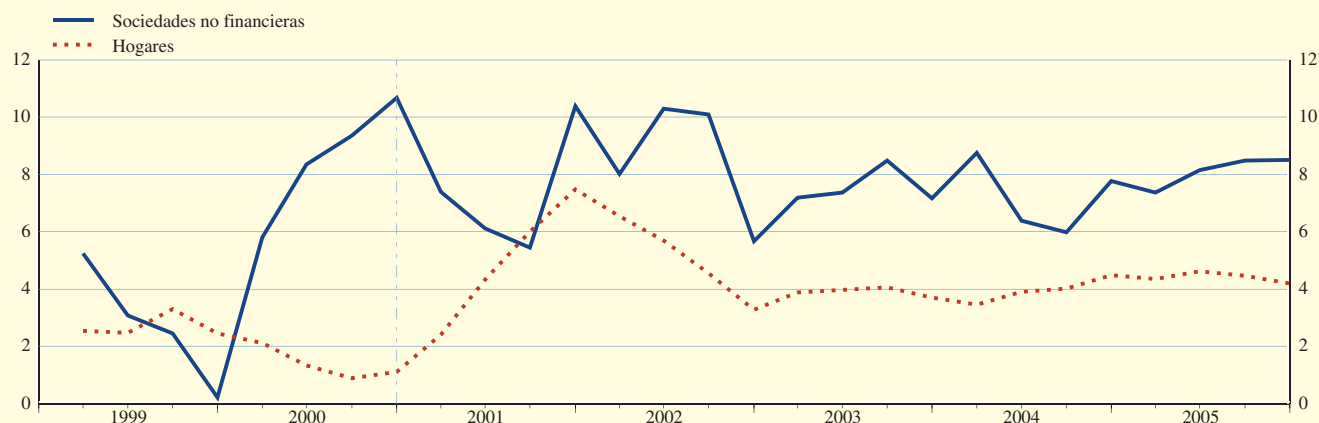
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
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
III	1.152,8	719,6	296,9	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
2005 Oct	1.169,5	734,5	302,9	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	1.177,9	742,9	299,1	66,6	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,6	623,3	1.336,8	83,7	52,5
Dic	1.210,1	768,1	304,8	67,0	44,5	1,2	24,4	4.340,2	1.685,4	532,7	630,3	1.354,2	84,5	53,1
2006 Ene ^(p)	1.182,1	739,9	301,5	67,0	47,2	1,2	25,3	4.336,4	1.668,6	533,4	629,3	1.366,3	85,2	53,5
Operaciones														
2003	70,4	40,9	19,7	3,9	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,8	10,4	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
III	20,4	-1,6	22,8	-3,1	2,2	-0,3	0,3	-0,8	-3,2	3,8	-4,0	5,5	-3,3	0,4
2005 Oct	20,7	14,9	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	7,3	7,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,8	-2,0	-3,0	0,2	1,3
Dic	33,5	25,8	6,3	0,6	-0,3	0,0	1,2	81,1	43,1	12,1	6,9	17,4	0,9	0,7
2006 Ene ^(p)	-26,4	-27,6	-2,5	0,1	2,7	0,0	0,9	-3,0	-16,6	1,3	-0,9	12,2	0,7	0,4
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	7,2	6,7	7,5	6,2	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,8	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
Sep	8,5	9,1	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
2005 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	8,5	12,9	3,7	-2,2	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,5
2006 Ene ^(p)	10,2	11,8	8,9	-0,5	18,7	-27,8	1,6	4,0	7,6	3,2	-0,9	3,4	-3,4	2,6

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 IFM¹⁾

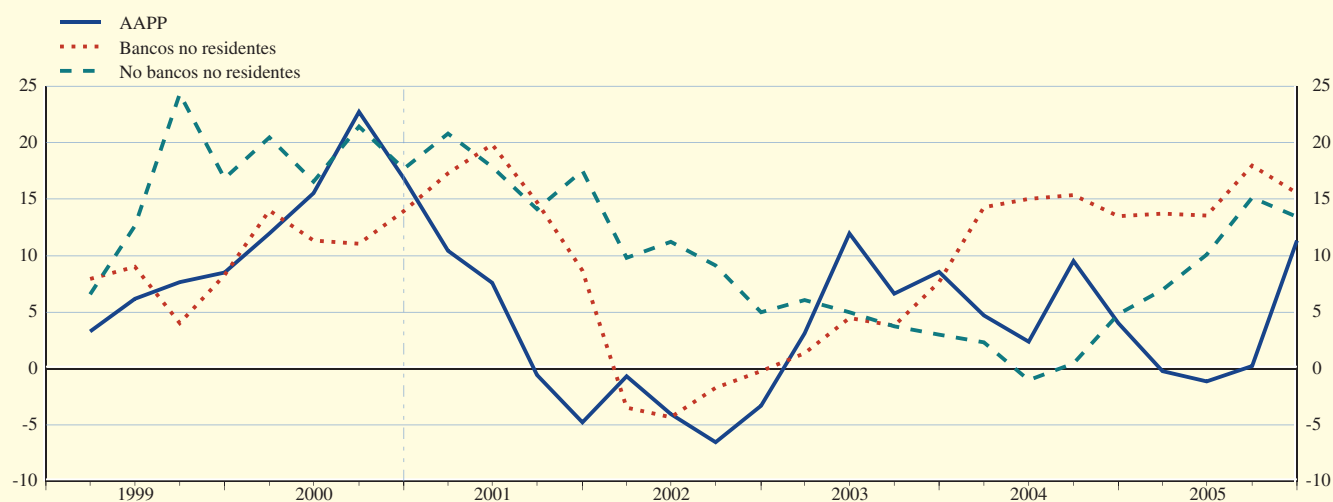
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
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	287,5	135,1	36,0	71,3	45,2	2.907,1	2.108,2	798,9	125,2	673,7
IV ^(p)	314,3	150,2	38,4	80,9	44,9	3.042,3	2.234,1	808,1	126,8	681,3
Operaciones										
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	-0,9	-0,3	0,9	1,7	-3,2	122,7	74,9	47,8	6,7	41,2
IV ^(p)	26,8	15,1	2,4	9,6	-0,3	16,8	11,8	5,0	1,6	3,4
Tasas de crecimiento										
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	0,2	-7,9	14,1	7,9	5,9	17,2	18,0	15,1	18,7	14,5
Dic ^(p)	11,3	8,8	25,6	16,5	1,3	14,9	15,5	13,4	22,7	11,8

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.

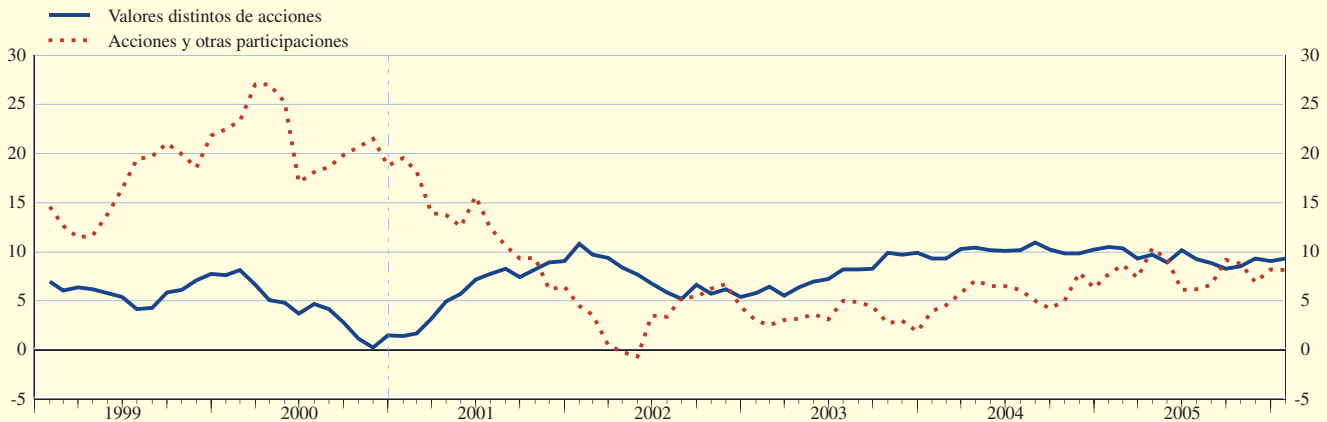
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
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
III	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
2005 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	4.437,4	1.449,0	64,3	1.423,2	17,0	527,6	24,2	932,0	1.251,4	310,1	696,8	244,5
2006 Ene ^(p)	4.510,0	1.468,3	62,5	1.442,2	16,9	529,9	25,4	964,9	1.290,1	322,6	709,4	258,0
Operaciones												
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
III	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,7	2,8
2005 Oct	48,3	4,5	1,7	13,4	0,3	12,8	2,8	12,8	1,9	0,2	7,9	-6,2
Nov	77,4	7,0	1,0	42,4	-0,1	16,9	1,6	8,7	20,0	13,1	1,5	5,3
Dic	-33,3	-4,0	-6,9	-42,7	-0,4	8,2	-0,2	12,6	-4,9	-1,5	-4,6	1,1
2006 Ene ^(p)	99,5	27,7	-0,9	25,5	0,3	3,0	1,6	42,3	32,3	10,3	10,7	11,4
Tasas de crecimiento												
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
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
2005 Oct	8,5	7,5	8,2	1,5	-19,3	14,8	23,6	19,7	8,8	4,6	10,9	8,1
Nov	9,3	7,3	9,0	4,3	-14,2	17,2	31,3	17,2	6,9	7,1	9,1	0,5
Dic	9,1	6,2	-1,2	4,7	-4,3	16,4	34,7	17,8	8,2	9,6	7,4	8,8
2006 Ene ^(p)	9,3	8,0	-8,5	3,9	-16,0	15,9	47,4	18,1	8,1	10,9	7,1	7,2

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 IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
III	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
2005 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	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,5	-0,4	-2,4	-0,2	-1,7	-0,5
2006 Ene ^(p)	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-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
III	-1,8	-0,9	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2
2005 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	-5,2	-0,6	-3,3	-1,3	-0,3	-0,2	-0,1
2006 Ene ^(p)	-1,7	-0,8	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-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
III	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,1	5,4
2005 Oct	-2,2	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
Nov	6,0	-0,4	0,1	1,2	0,5	0,3	0,1	4,2	7,9	1,0	3,5	3,4
Dic	1,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,2	0,0	1,3	6,0	0,7	2,6	2,6
2006 Ene ^(p)	-3,5	-1,0	-0,1	-1,2	-0,1	-0,7	-0,1	-0,4	5,9	2,0	2,0	1,9

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	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	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
IV ⁴⁾	4.856,0	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.342,4	96,8	3,2	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	2.108,2	46,8	53,2	34,3	2,5	3,0	9,7	798,9	51,9	48,1	31,1	1,8	2,0	9,9
IV ⁴⁾	2.234,1	45,9	54,1	35,5	2,4	3,0	9,6	808,1	52,2	47,8	31,8	1,7	2,1	9,1

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
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	3.994,3	81,9	18,1	9,0	1,8	2,0	3,2
IV ⁴⁾	4.052,2	81,2	18,8	9,4	1,8	2,0	3,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
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	-	-	-	-	-	8.474,8	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II	4.529,4	-	-	-	-	-	8.725,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III	4.547,4	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,4	
IV ^(p)	4.559,3	-	-	-	-	-	9.122,9	96,3	3,7	1,7	0,2	1,3	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
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	1.633,1	49,2	50,8	29,5	4,3	2,0	10,1	742,5	40,1	59,9	42,4	1,6	3,9	8,4
IV ^(p)	1.681,0	47,7	52,3	30,9	4,4	2,1	10,1	785,3	39,3	60,7	42,8	1,7	4,1	8,3

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
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	1.507,1	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	98,1	1,9	1,0	0,3	0,1	0,4
IV ^(p)	1.513,3	95,8	4,2	2,0	0,3	0,4	1,3	1.992,0	97,9	2,1	1,1	0,3	0,1	0,5
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
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	407,2	49,5	50,5	29,1	0,8	0,6	17,0	489,2	40,2	59,8	36,0	6,1	0,9	11,1
IV ^(p)	399,4	47,7	52,3	31,0	0,8	0,7	16,2	532,6	35,6	64,4	37,7	7,3	0,9	12,6

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 3) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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 ^(p)	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

2. Pasivo

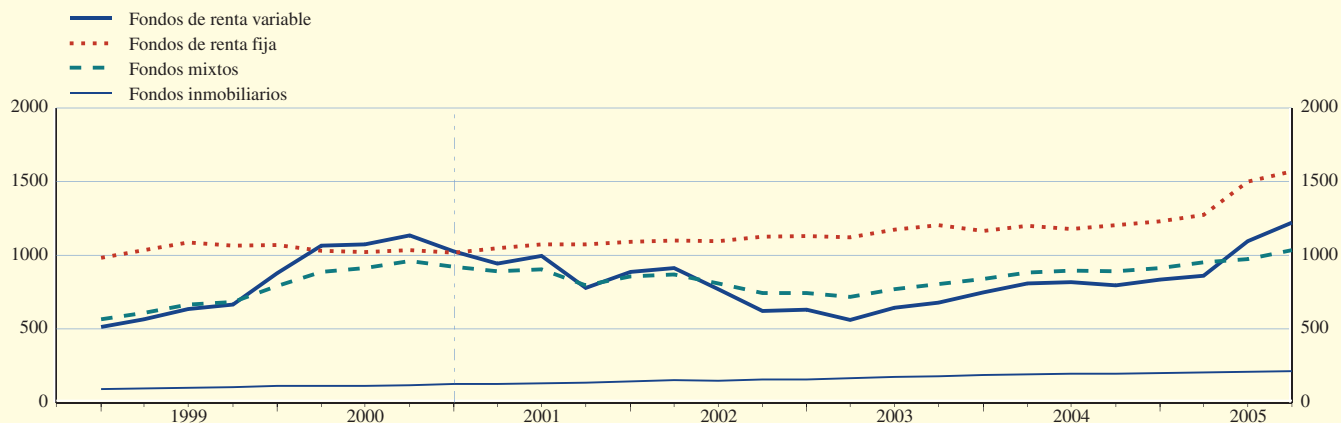
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2004 II	3.631,6	54,2	3.441,1	136,3
III	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
IV	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 I	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
II	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
III ^(p)	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

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 ^(p)	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
Fondos de renta variable									
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 (p)	1.221,8	48,0	42,8	4,9	37,9	1.045,1	50,2	-	35,8
Fondos de renta fija									
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 (p)	1.568,9	110,0	1.285,7	67,0	1.218,7	38,4	35,0	-	99,8
Fondos mixtos									
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 (p)	1.032,2	66,3	425,1	21,6	403,5	300,0	160,2	0,2	80,4
Fondos inmobiliarios									
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 (p)	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
Fondos abiertos al público							
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 (p)	3.448,0	250,8	1.256,1	1.257,8	320,9	145,2	217,3
Fondos de inversores especiales							
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 (p)	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 no IFM 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 ¹⁾		
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				9	10
	Saldos vivos											
2004 II	16.109,3	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	341,7	
III	16.173,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	356,0	
IV	16.518,0	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,6	337,8	
2005 I	16.831,8	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	374,1	
II	17.292,8	6.423,8	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,4	370,5	
III	17.639,9	6.426,1	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	239,2	393,8	
	Operaciones											
2004 II	293,4	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-3,1	
III	119,1	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	13,1	
IV	149,5	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,6	-14,0	
2005 I	160,4	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	16,3	
II	279,8	160,3	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,9	-3,0	
III	98,6	2,8	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	7,8	12,0	
	Tasas de crecimiento											
2004 II	4,5	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	7,7	
III	4,5	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	6,0	
IV	4,5	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	4,6	
2005 I	4,6	5,9	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	3,6	
II	4,4	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	3,6	
III	4,3	5,7	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	14,5	3,2	

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				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 II	1.951,1	166,3	1.784,8	4.078,7	2.095,1	1.983,6	438,7	4.022,7	3.642,1	380,6	
III	1.960,7	166,0	1.794,7	4.042,3	2.060,0	1.982,3	438,9	4.088,9	3.704,5	384,4	
IV	1.937,0	160,0	1.777,0	4.178,2	2.180,2	1.998,0	421,8	4.161,1	3.774,4	386,7	
2005 I	1.973,4	157,8	1.815,6	4.329,0	2.279,5	2.049,5	429,2	4.272,3	3.876,5	395,8	
II	2.035,5	161,9	1.873,6	4.456,4	2.348,3	2.108,1	426,7	4.377,1	3.978,9	398,2	
III	2.026,7	160,2	1.866,5	4.698,6	2.510,3	2.188,3	429,2	4.488,4	4.086,1	402,3	
	Operaciones										
2004 II	39,9	10,8	29,2	56,8	52,6	4,2	0,0	57,6	53,0	4,5	
III	11,0	0,3	10,7	16,6	9,5	7,1	-2,4	62,1	58,3	3,8	
IV	-19,1	-9,5	-9,5	-60,4	-51,4	-9,0	-15,8	60,5	58,1	2,4	
2005 I	36,6	-4,4	41,0	34,9	0,5	34,3	7,9	74,0	64,9	9,1	
II	33,9	3,0	30,9	22,7	3,8	18,9	0,8	62,9	60,2	2,7	
III	-3,0	-2,4	-0,6	18,1	-17,2	35,3	4,9	80,5	76,6	4,0	
	Tasas de crecimiento										
2004 II	1,6	10,0	0,8	3,1	3,1	3,1	1,7	6,3	6,4	5,1	
III	1,3	2,9	1,2	2,4	2,6	2,2	0,6	6,2	6,4	5,0	
IV	1,8	5,0	1,6	1,3	0,9	1,7	-0,8	6,4	6,5	5,5	
2005 I	3,5	-1,8	4,0	1,2	0,6	1,8	-2,4	6,4	6,5	5,3	
II	3,2	-6,4	4,1	0,3	-1,8	2,6	-2,2	6,5	6,6	4,7	
III	2,5	-8,0	3,4	0,4	-3,1	4,0	-0,5	6,8	7,0	4,7	

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)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2004 II	17.298,3	8.719,6	7.593,6	932,9	91,5	841,4	3.740,7	1.187,9	2.552,8	4.045,9	292,1	3.753,9	431,5
III	17.407,6	8.800,7	7.671,3	928,7	90,1	838,6	3.744,8	1.171,7	2.573,1	4.127,3	289,7	3.837,5	426,1
IV	17.776,6	8.925,6	7.794,7	927,8	80,9	846,9	3.787,2	1.193,8	2.593,5	4.210,5	294,8	3.915,7	434,8
2005 I	18.145,9	9.014,7	7.877,9	922,3	77,5	844,9	3.818,4	1.192,9	2.625,4	4.274,1	294,8	3.979,3	455,4
II	18.670,5	9.222,4	8.102,7	922,3	82,3	840,0	3.911,6	1.240,8	2.670,7	4.388,5	305,3	4.083,2	526,0
III	19.139,6	9.356,1	8.238,6	931,5	87,6	843,9	3.943,0	1.224,0	2.719,0	4.481,6	302,7	4.179,0	537,7
Operaciones													
2004 II	263,8	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,5	70,1	16,8	53,4	89,2	8,6	80,6	-3,6
III	145,0	78,8	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,1	-16,6	16,7	83,8	-1,9	85,7	1,9
IV	113,6	142,7	139,7	1,6	-9,2	10,8	57,2	25,3	31,8	83,9	6,4	77,5	0,8
2005 I	236,7	88,9	87,2	-6,3	-3,4	-2,8	29,3	5,2	24,1	65,9	0,8	65,0	6,7
II	316,0	197,1	185,7	-0,7	4,8	-5,5	86,7	38,6	48,2	111,1	10,4	100,7	59,6
III	215,2	128,7	139,5	9,5	5,3	4,2	24,2	-16,5	40,7	95,0	-2,6	97,7	18,4
Tasas de crecimiento													
2004 II	4,2	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,6	2,5	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,6	1,3
III	4,3	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	4,0	8,3	2,0	8,8	5,5
IV	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,1	8,5	2,2
2005 I	4,4	5,4	6,0	-2,0	-10,1	-1,2	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	1,4
II	4,7	5,8	6,6	-1,1	-10,1	-0,2	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,8	16,0
III	5,1	6,3	7,2	0,4	-2,8	0,8	5,3	4,5	5,6	8,6	5,2	8,9	20,1

	Valores distintos de acciones emitidos por							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	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2004 II	5.260,4	4.618,7	611,4	4.007,3	641,7	219,5	422,2	2.843,1	181,9	293,4
III	5.352,4	4.706,8	611,7	4.095,1	645,6	212,8	432,8	2.763,8	194,0	296,6
IV	5.357,3	4.719,1	588,1	4.131,0	638,2	203,1	435,0	2.980,4	213,5	299,9
2005 I	5.477,9	4.826,0	599,8	4.226,2	651,9	218,2	433,7	3.138,6	212,0	302,7
II	5.683,9	5.020,6	620,2	4.400,4	663,2	223,2	440,0	3.243,6	214,7	306,0
III	5.681,8	5.018,5	607,8	4.410,7	663,3	218,6	444,7	3.570,9	221,3	309,4
Operaciones										
2004 II	115,7	99,1	20,2	78,9	16,7	10,1	6,6	1,8	-7,1	3,1
III	44,5	40,6	0,3	40,2	4,0	-6,7	10,7	6,3	12,1	3,2
IV	-54,8	-43,7	-23,4	-20,2	-11,1	-9,8	-1,3	2,3	19,4	4,0
2005 I	140,6	123,7	10,3	113,4	16,9	16,5	0,4	4,7	-0,2	2,8
II	114,7	109,5	21,7	87,8	5,2	4,8	0,4	-1,8	2,7	3,4
III	-2,6	-0,4	-12,3	11,9	-2,2	-4,7	2,5	79,0	6,6	3,4
Tasas de crecimiento										
2004 II	4,9	5,3	4,9	5,3	2,2	11,4	-2,0	0,4	4,8	4,8
III	5,0	5,2	6,5	5,0	3,2	6,9	1,5	0,5	11,3	4,8
IV	4,6	5,3	6,0	5,2	0,1	2,1	-0,8	0,5	17,5	4,7
2005 I	4,7	4,8	1,3	5,3	4,2	4,8	3,9	0,5	12,8	4,5
II	4,7	5,0	1,5	5,5	2,3	2,2	2,4	0,4	18,7	4,6
III	3,7	4,0	-0,6	4,7	1,4	3,2	0,5	3,0	14,7	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 período; operaciones realizadas en el período)

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2004 II	4.036,2	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	347,9	61,7	286,2	1.611,1	65,0	1.546,1
III	4.097,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	353,8	64,6	289,2	1.652,4	63,6	1.588,8
IV	4.191,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	333,4	57,4	276,0	1.711,1	67,1	1.644,0
2005 I	4.321,3	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	335,3	59,2	276,1	1.759,2	66,2	1.693,0
II	4.446,3	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	325,2	57,7	267,4	1.823,8	66,5	1.757,3
III	4.601,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	329,6	62,4	267,2	1.863,2	65,7	1.797,5
	Operaciones											
2004 II	29,8	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,4	-1,7	-4,7	25,3	0,3	25,0
III	54,6	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,9	2,9	3,0	27,0	-1,5	28,5
IV	53,6	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-20,5	-7,3	-13,2	52,5	3,2	49,2
2005 I	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-0,3	1,8	-2,1	51,6	-1,1	52,7
II	51,2	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-10,2	-1,4	-8,8	37,7	-0,6	38,2
III	78,8	7,2	-1,2	6,4	0,1	1,9	4,2	4,6	-0,4	34,8	-0,7	35,5
	Tasas de crecimiento											
2004 II	6,0	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,6	0,0	0,7	10,2	2,3	10,5
III	6,5	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	2,2	7,3	1,2	9,9	-2,7	10,4
IV	5,6	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,6	-6,9	-5,3	9,8	4,1	10,0
2005 I	5,7	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-6,1	-6,8	-5,9	9,7	1,4	10,1
II	6,2	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-7,3	-6,5	-7,4	10,5	0,1	10,9
III	6,7	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-7,6	-3,5	-8,5	10,7	1,3	11,1

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
					13	14			15	16				17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos													
2004 II	1.376,2	660,6	715,6	65,8	135,6	4.234,2	89,1	53,7	24,4	193,9	3.926,8	3.335,9	590,9	
III	1.379,7	655,4	724,3	65,1	137,7	4.294,1	90,7	52,5	23,1	186,4	3.993,9	3.396,5	597,4	
IV	1.425,1	686,4	738,7	70,3	138,8	4.372,2	79,5	48,6	23,7	207,9	4.061,2	3.461,7	599,5	
2005 I	1.487,5	713,7	773,8	70,2	142,4	4.514,2	90,1	58,2	24,0	220,3	4.179,8	3.563,9	615,9	
II	1.557,2	744,1	813,1	90,2	144,5	4.628,0	92,8	63,8	24,2	223,3	4.287,6	3.674,9	612,7	
III	1.658,3	809,0	849,3	91,4	148,0	4.769,0	91,4	65,2	24,8	251,2	4.401,6	3.781,2	620,4	
	Operaciones													
2004 II	2,6	-3,0	5,6	-0,4	1,2	59,9	4,2	7,0	0,6	0,1	55,0	49,8	5,2	
III	11,3	5,3	6,0	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,1	5,6	
IV	10,6	3,4	7,1	5,2	1,2	42,2	-11,0	-3,6	0,5	0,1	52,6	49,4	3,2	
2005 I	24,1	5,9	18,2	0,0	3,5	84,5	9,7	8,6	0,7	0,0	74,1	61,3	12,9	
II	23,1	1,3	21,8	6,7	2,8	63,8	2,8	5,5	0,1	0,5	60,4	57,3	3,1	
III	29,5	15,1	14,4	1,4	3,1	85,7	0,7	1,4	0,5	1,1	83,5	75,9	7,6	
	Tasas de crecimiento													
2004 II	3,8	1,0	6,4	-2,0	-0,5	6,1	3,4	18,8	28,5	3,5	6,2	6,5	4,5	
III	3,9	1,1	6,6	3,8	-0,1	6,1	6,1	17,5	14,5	4,7	6,2	6,5	4,5	
IV	2,8	0,3	5,3	4,9	6,3	6,0	5,5	36,9	2,0	1,6	6,3	6,5	4,8	
2005 I	3,6	1,8	5,2	6,6	6,0	6,0	5,4	23,7	2,5	1,2	6,3	6,5	4,6	
II	5,0	2,4	7,4	17,4	7,1	6,0	3,5	17,6	0,5	1,4	6,3	6,7	4,2	
III	6,3	3,9	8,5	20,6	7,6	6,4	2,3	22,8	7,8	0,9	6,8	7,2	4,5	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	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 ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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 ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	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.

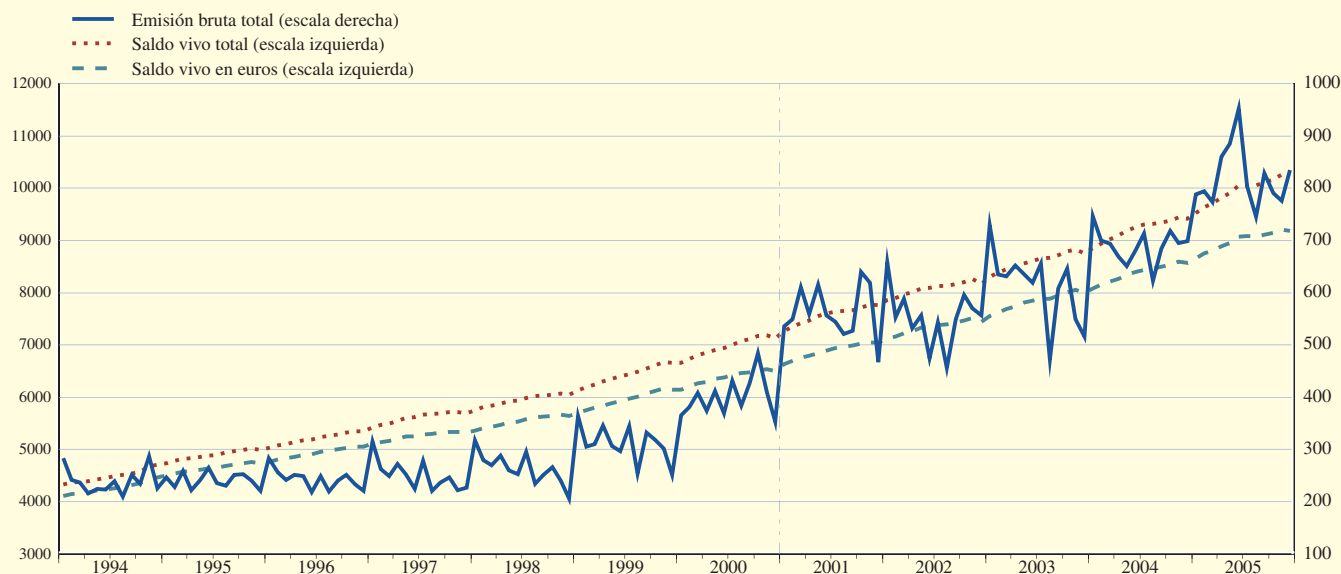
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	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 ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2004 Dic	10.032,1	724,9	3,7	8.575,5	666,5	-22,4	9.414,3	698,7	-23,6	7,6	76,1	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
Feb	10.217,3	817,9	119,0	8.760,4	751,7	106,5	9.640,2	794,3	116,6	7,8	81,3	7,9
Mar	10.325,4	821,9	107,1	8.805,8	727,7	44,1	9.708,5	773,7	54,4	7,4	35,8	7,6
Abr	10.383,3	861,6	58,0	8.892,4	814,5	86,6	9.819,5	861,0	102,8	7,8	87,7	8,6
May	10.448,5	899,7	66,4	8.952,9	844,7	61,5	9.910,0	884,4	66,1	7,5	36,4	8,0
Jun	10.641,8	1.026,5	193,4	9.077,6	902,5	125,2	10.050,3	952,2	134,8	8,1	138,0	9,2
Jul	10.614,0	813,5	-27,9	9.080,4	762,7	2,8	10.056,7	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
Ago	10.622,0	758,1	4,3	9.073,7	705,5	-10,4	10.059,0	744,7	-2,1	7,4	35,8	7,1
Sep	10.721,5	893,9	101,0	9.110,4	787,0	38,0	10.113,8	828,2	46,8	7,4	46,1	7,3
Oct	10.736,5	797,4	15,3	9.147,5	744,5	37,2	10.168,6	791,0	54,0	7,5	52,6	6,4
Nov	10.812,8	798,6	78,0	9.206,3	731,4	60,4	10.256,1	776,4	74,8	7,6	75,7	7,2
Dic	10.824,2	866,4	10,3	9.181,3	790,7	-26,0	10.236,3	834,5	-26,4	7,6	75,3	5,8
Largo plazo												
2004 Dic	9.111,7	149,4	24,4	7.766,3	125,5	15,8	8.502,2	136,9	15,7	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
Feb	9.296,9	223,8	115,1	7.924,4	183,5	96,7	8.692,3	202,7	105,3	8,2	75,5	8,8
Mar	9.371,6	204,6	74,6	7.974,6	165,0	49,9	8.759,3	185,4	57,8	8,2	47,7	8,6
Abr	9.426,2	185,9	54,9	8.035,1	166,8	60,6	8.839,0	184,7	72,0	8,4	67,8	9,4
May	9.496,6	183,5	70,9	8.096,4	153,9	61,5	8.927,2	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
Jun	9.680,2	306,0	183,6	8.242,8	238,5	146,8	9.093,3	261,1	156,9	9,0	144,5	10,6
Jul	9.674,8	155,3	-5,6	8.236,1	131,5	-6,9	9.089,9	146,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8
Ago	9.674,1	87,2	-4,3	8.223,6	64,2	-16,2	9.088,0	77,7	-8,6	8,1	22,6	7,5
Sep	9.742,5	188,8	69,2	8.267,1	144,0	44,2	9.148,6	163,5	55,6	8,0	48,5	7,5
Oct	9.774,5	166,6	33,1	8.285,6	138,0	19,3	9.183,9	159,9	32,5	8,1	42,7	6,8
Nov	9.855,7	167,1	82,1	8.349,2	130,4	64,5	9.272,1	151,1	79,2	8,2	81,9	7,7
Dic	9.896,7	175,0	39,3	8.374,0	144,3	23,2	9.302,7	163,0	25,8	8,3	74,0	6,0

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2004	9.414	3.713	735	595	4.120	250	8.276	5.480	222	1.028	1.464	83
2005	10.236	4.109	927	612	4.306	283	9.832	6.981	321	1.031	1.405	95
2005 I	9.709	3.850	755	607	4.238	259	2.356	1.620	50	248	412	25
II	10.050	3.993	830	619	4.343	266	2.698	1.884	109	281	400	23
III	10.114	4.046	842	617	4.338	271	2.377	1.732	50	251	323	21
IV	10.236	4.109	927	612	4.306	283	2.402	1.745	113	250	270	26
2005 Sep	10.114	4.046	842	617	4.338	271	828	582	28	82	126	9
Oct	10.169	4.089	857	627	4.322	273	791	564	26	85	108	7
Nov	10.256	4.121	877	623	4.355	280	776	556	28	87	95	11
Dic	10.236	4.109	927	612	4.306	283	834	624	58	78	67	8
A corto plazo												
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2005	934	483	7	89	350	5	7.766	6.046	43	941	702	33
2005 I	949	457	8	105	374	5	1.766	1.327	12	229	188	9
II	957	462	7	105	377	5	2.082	1.628	11	258	178	8
III	965	475	7	99	379	5	1.990	1.560	12	234	175	9
IV	934	483	7	89	350	5	1.928	1.531	8	220	160	8
2005 Sep	965	475	7	99	379	5	665	518	4	76	63	3
Oct	985	490	7	102	380	5	631	489	4	75	61	3
Nov	984	496	7	99	377	5	625	488	3	79	53	2
Dic	934	483	7	89	350	5	672	554	2	67	46	3
total a largo plazo ¹⁾												
2004	8.502	3.266	728	505	3.758	245	1.938	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.626	921	523	3.955	278	2.066	935	278	89	703	61
2005 I	8.759	3.393	747	502	3.863	254	590	293	37	19	224	16
II	9.093	3.531	822	513	3.966	261	615	256	98	24	222	15
III	9.149	3.571	835	518	3.959	265	387	172	38	17	148	12
IV	9.303	3.626	921	523	3.955	278	474	213	104	29	109	18
2005 Sep	9.149	3.571	835	518	3.959	265	163	64	24	6	63	6
Oct	9.184	3.598	851	524	3.942	268	160	75	23	10	47	4
Nov	9.272	3.625	871	524	3.977	275	151	68	25	8	42	8
Dic	9.303	3.626	921	523	3.955	278	163	70	57	11	20	5
Del cual: a tipo fijo												
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.719	2.021	459	414	3.608	217	1.230	415	92	54	621	48
2005 I	6.517	1.968	427	409	3.517	196	386	137	21	15	199	15
II	6.675	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	12
III	6.674	2.014	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	8
IV	6.719	2.021	459	414	3.608	217	265	97	35	16	103	14
2005 Sep	6.674	2.014	436	415	3.601	207	97	32	3	1	56	4
Oct	6.692	2.032	440	420	3.591	209	106	44	8	8	43	3
Nov	6.733	2.035	442	416	3.626	215	83	27	6	3	40	7
Dic	6.719	2.021	459	414	3.608	217	76	26	21	5	20	3
Del cual: emitidos a tipo variable												
2004	1.869	1.149	308	77	276	59	619	404	109	32	60	14
2005	2.250	1.337	457	93	302	61	709	425	186	28	58	12
2005 I	1.957	1.212	316	79	292	58	167	129	16	3	17	2
II	2.116	1.292	373	83	310	57	237	128	70	7	29	3
III	2.164	1.310	395	86	315	58	125	76	30	6	8	5
IV	2.250	1.337	457	93	302	61	180	91	69	11	4	4
2005 Sep	2.164	1.310	395	86	315	58	57	27	21	3	4	3
Oct	2.173	1.314	407	87	306	58	45	25	14	2	3	1
Nov	2.209	1.327	425	90	307	59	57	30	19	4	2	1
Dic	2.250	1.337	457	93	302	61	77	35	36	5	0	2

Fuente: BCE.

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

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

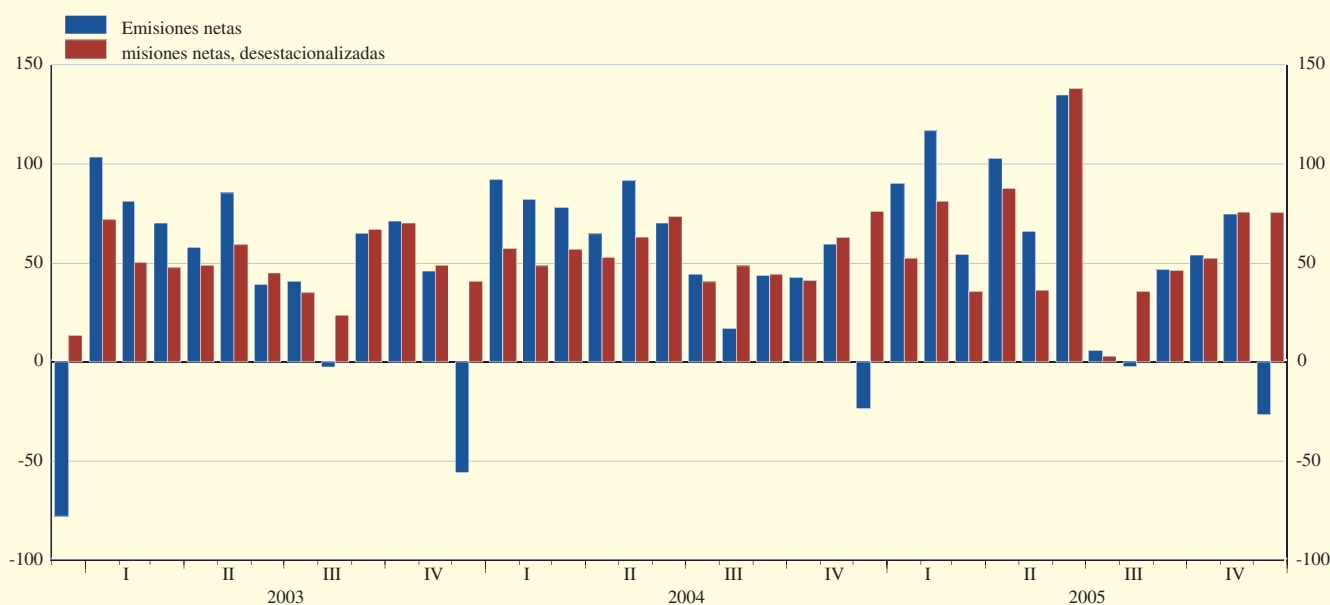
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2004	662,4	350,8	74,3	8,3	197,6	31,5	666,4	353,5	72,4	8,0	200,8	31,7
2005	718,0	315,3	179,2	19,3	172,0	32,3	720,0	317,7	175,6	19,3	174,8	32,6
2005 I	261,4	114,5	13,0	13,7	111,3	9,0	169,5	72,0	29,0	10,2	50,0	8,3
II	303,7	118,1	71,2	8,8	99,2	6,5	262,1	122,5	64,1	4,9	64,6	6,0
III	50,5	38,4	13,4	-0,9	-4,8	4,5	84,9	49,9	19,5	1,0	8,3	6,3
IV	102,4	44,3	81,7	-2,3	-33,6	12,3	203,5	73,3	63,0	3,3	51,9	12,0
2005 Sep	46,8	6,7	16,6	-1,4	22,6	2,3	46,1	9,6	19,3	3,0	12,1	2,2
Oct	54,0	41,9	15,1	9,6	-15,4	2,8	52,6	32,3	18,1	7,5	-6,6	1,3
Nov	74,8	21,1	19,0	-3,1	30,9	6,9	75,7	22,4	15,1	-2,9	34,8	6,3
Dic	-26,4	-18,8	47,6	-8,9	-49,1	2,6	75,3	18,6	29,9	-1,4	23,7	4,4
	Largo plazo											
2004	615,0	298,1	72,9	11,9	202,4	29,7	618,2	299,2	71,1	11,8	206,2	30,0
2005	709,8	292,3	180,0	20,4	184,5	32,5	711,8	293,9	176,4	20,4	188,3	32,8
2005 I	230,8	111,5	12,6	-1,2	99,3	8,7	191,5	85,2	28,9	3,1	66,8	7,5
II	296,7	112,9	71,5	8,7	97,1	6,6	253,2	111,0	64,0	3,5	68,4	6,3
III	44,7	28,2	13,7	5,9	-7,6	4,5	68,5	29,2	19,8	7,7	5,5	6,3
IV	137,5	39,8	82,2	7,1	-4,4	12,8	198,6	68,5	63,7	6,0	47,6	12,7
2005 Sep	55,6	15,7	16,2	2,3	19,0	2,3	48,5	12,9	18,6	4,6	10,4	2,0
Oct	32,5	24,1	15,6	6,2	-16,3	2,8	42,7	24,0	18,6	5,5	-6,7	1,3
Nov	79,2	19,2	19,0	0,1	33,7	7,1	81,9	26,6	15,3	-0,9	34,4	6,6
Dic	25,8	-3,6	47,6	0,8	-21,9	2,9	74,0	17,9	29,9	1,5	19,9	4,8

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

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

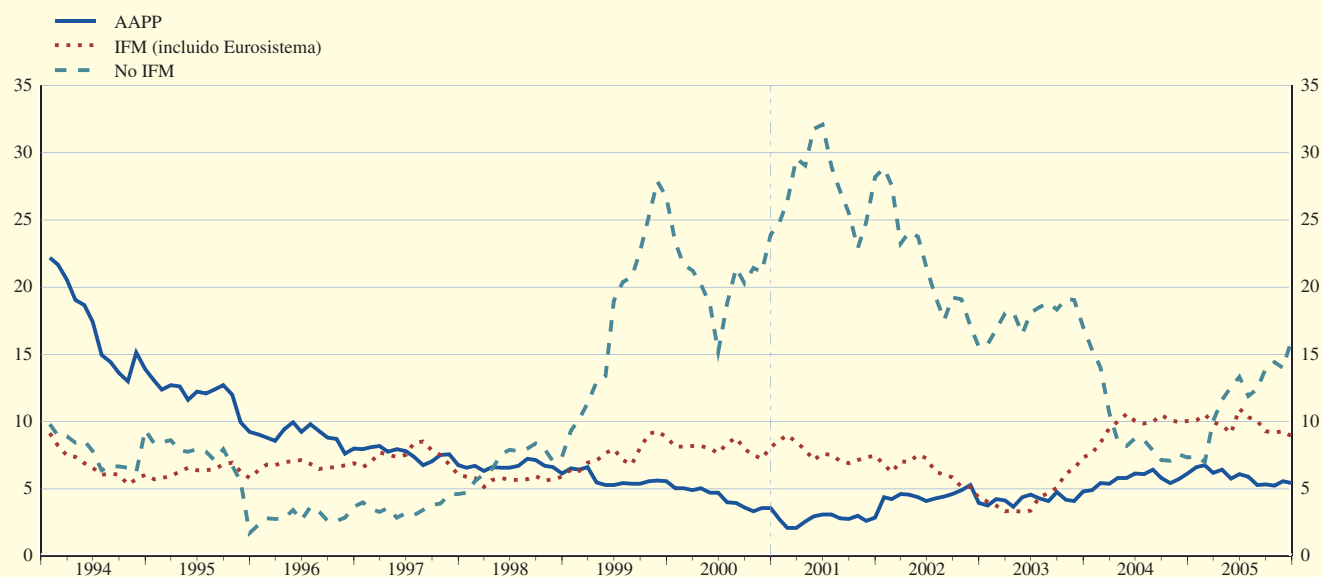


Fuente: BCE.

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

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

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.

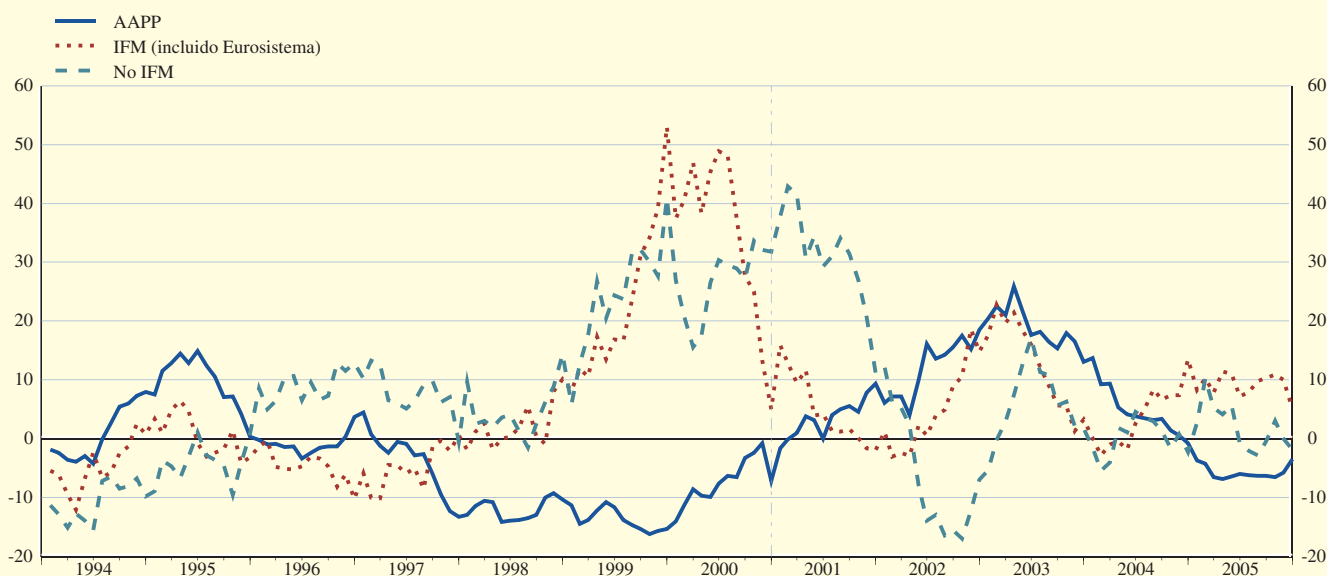
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

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

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 euro¹⁾

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

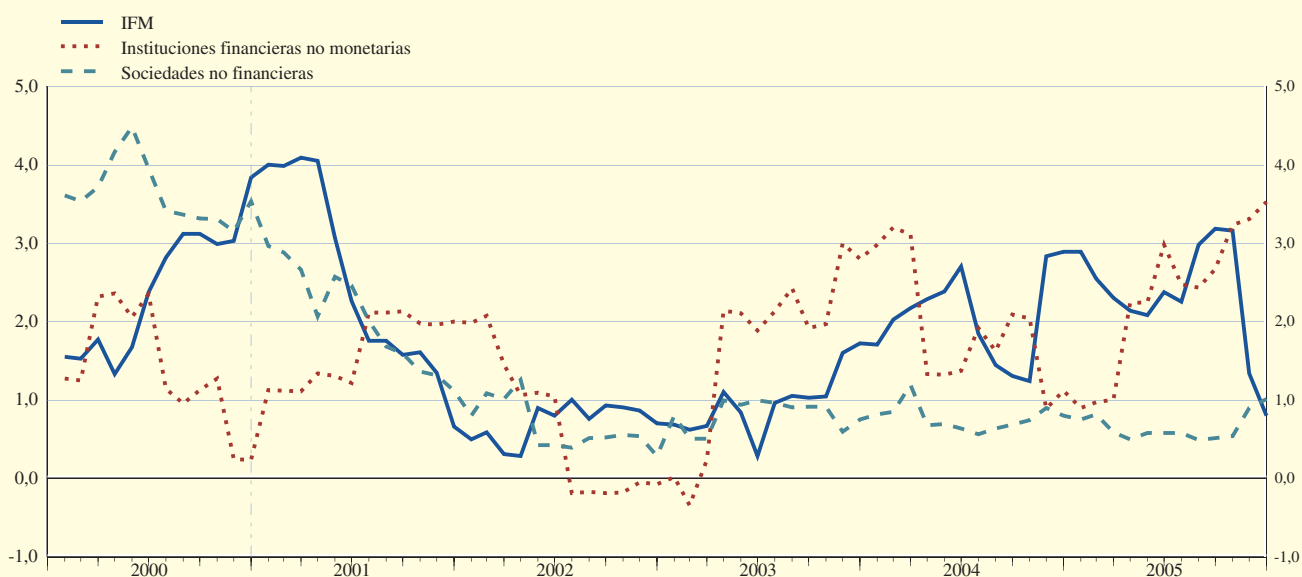
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	409,4	2,2	3.029,3	0,5
May	4.272,7	103,0	1,0	678,1	2,1	424,0	2,3	3.170,5	0,6
Jun	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	3,0	3.242,1	0,6
Jul	4.631,7	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	3.437,1	0,6
Ago	4.606,4	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,9	0,5
Sep	4.818,7	103,3	1,2	764,1	3,2	483,7	2,7	3.570,8	0,5
Oct	4.651,0	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.418,2	0,5
Nov	4.873,3	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.550,5	0,9
Dic	5.045,8	103,8	1,2	836,7	0,8	540,8	3,5	3.668,4	1,0

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 euro¹⁾

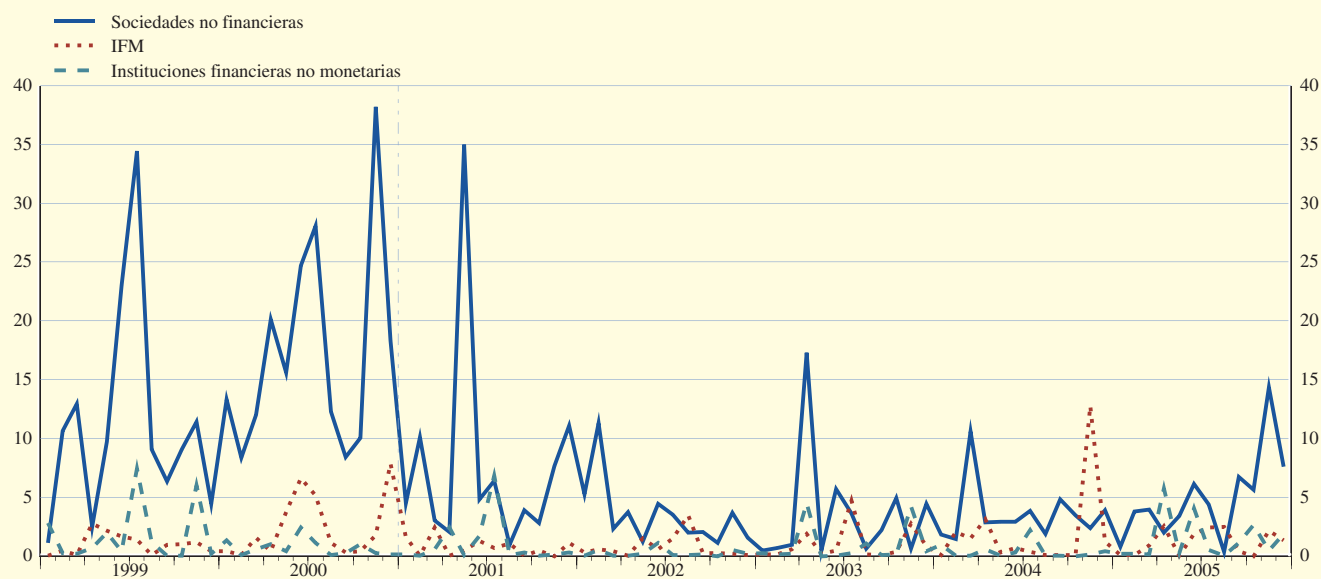
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	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 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	5,8	0,0	5,7	2,0	2,2	-0,2
May	3,7	2,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	3,4	2,2	1,2
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	7,4	7,3	0,0	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,4	4,4	0,0
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	17,0	3,0	14,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,0	11,4
Dic	10,9	6,0	4,9	1,3	4,1	-2,7	1,9	0,4	1,5	7,6	1,6	6,1

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	3,44	2,03
Dic	0,71	2,14	2,24	2,20	1,98	2,30	1,02	2,25	2,46	3,53	2,22

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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	3,69	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	3,88	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
Dic	9,77	6,75	6,36	7,40	7,51	3,49	3,84	4,05	4,01	3,99	4,06	4,57	4,38

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2005 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
Dic		5,12	3,98	4,50	4,10	3,22	3,58	3,93

Fuente: BCE.

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

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

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

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

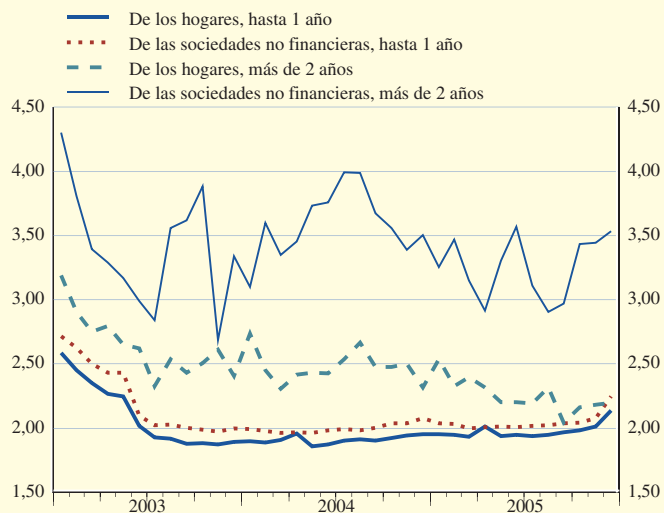
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2005 Ene	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	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	3,51	2,00
Jun	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,55	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,98
Ago	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,52	2,00
Sep	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,12	3,50	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,45	2,03
Nov	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,43	2,06
Dic	0,71	2,01	3,15	1,98	2,30	1,02	2,30	3,40	2,16

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
2005 Ene	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	4,45	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	4,51	4,23	4,59	7,94	6,85	5,71	4,25	3,78	4,26	
Oct	4,49	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	
Dic	4,54	4,14	4,52	7,94	6,78	5,67	4,33	3,84	4,24	

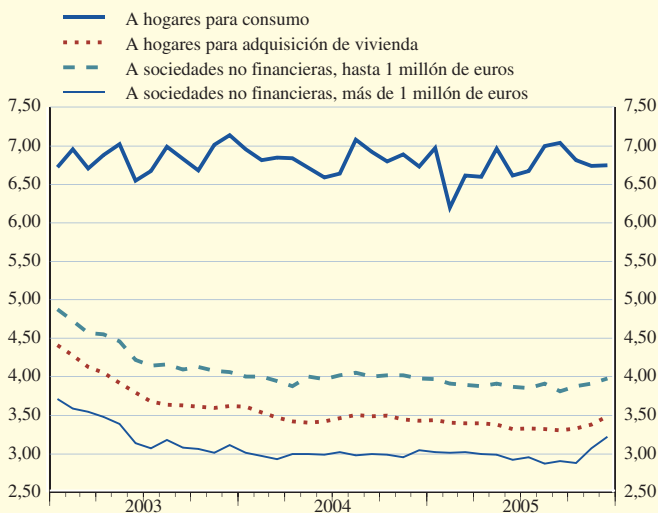
C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

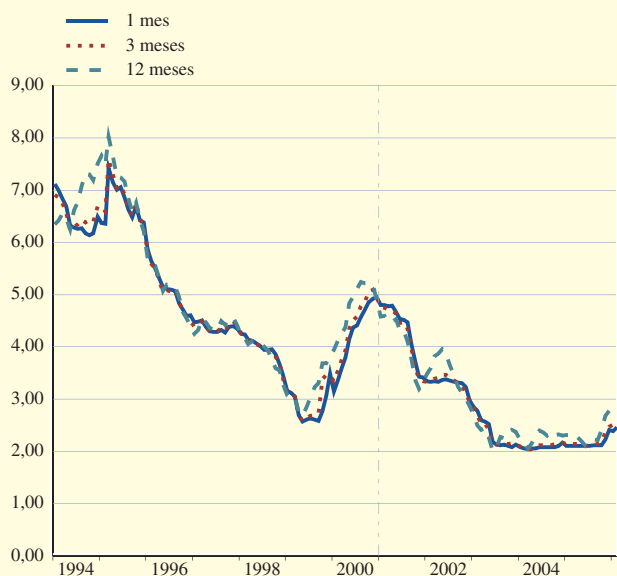
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2004 IV	2,08	2,12	2,16	2,21	2,31	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 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
Feb	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07

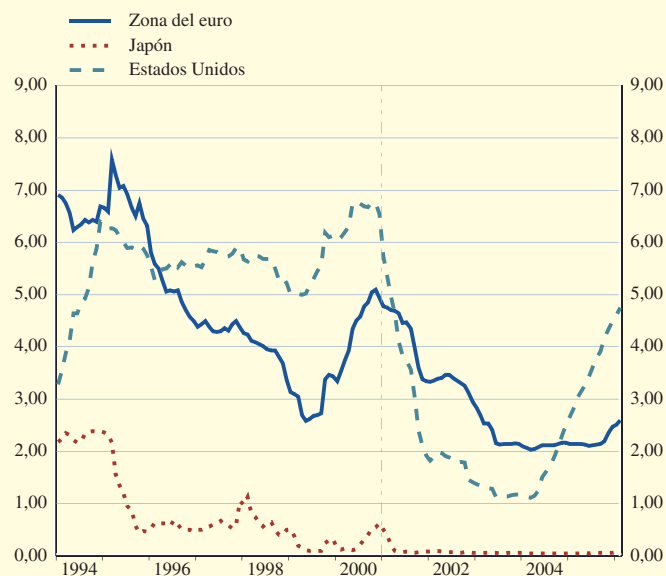
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

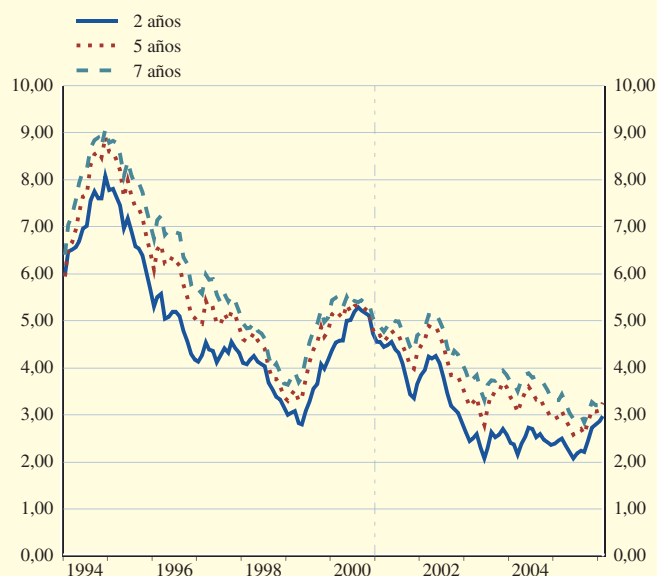
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
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 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
Feb	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57

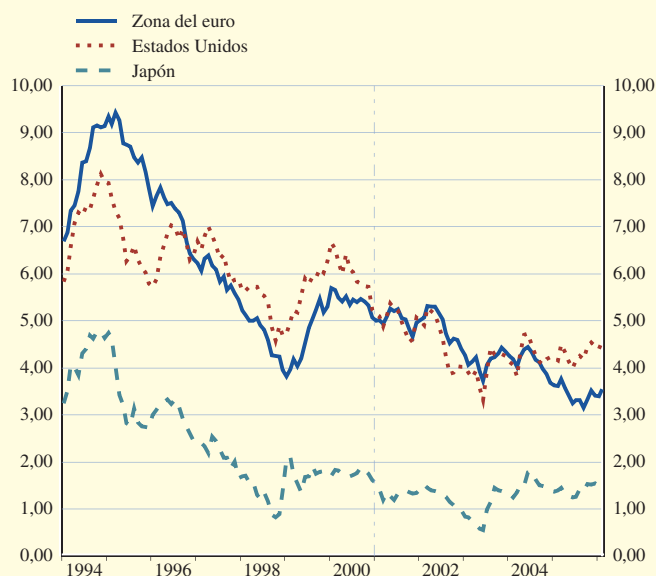
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

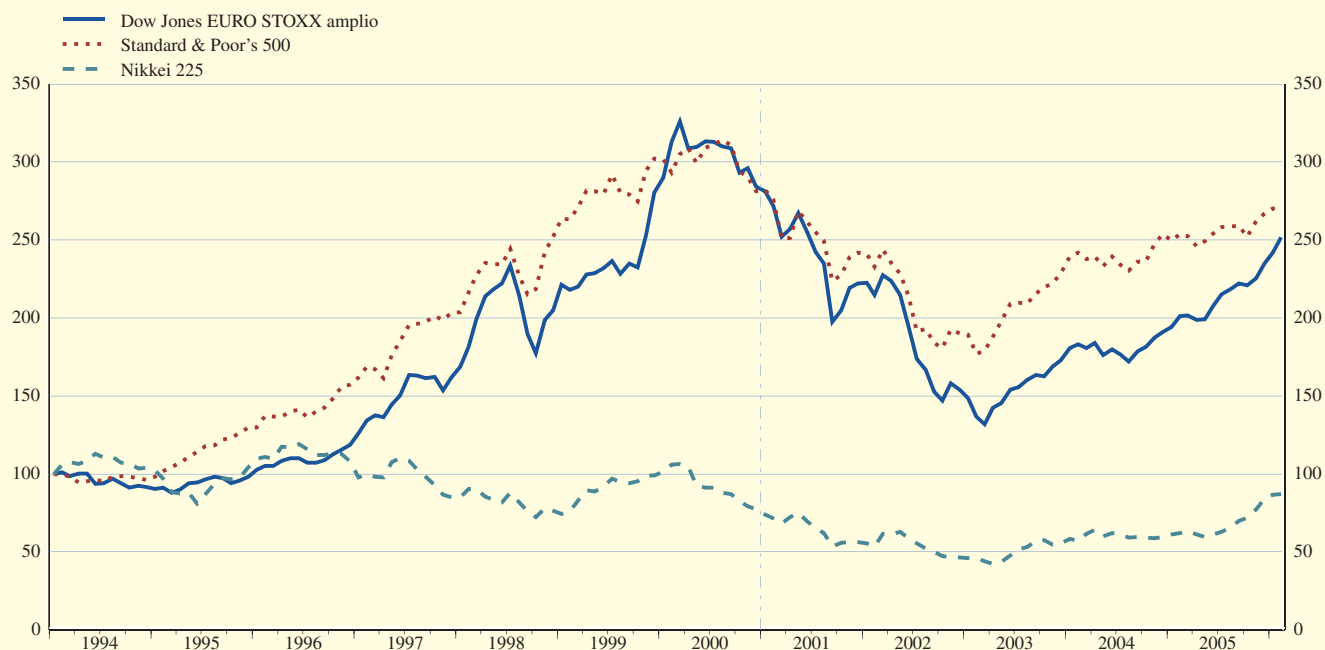
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
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	12.310,9
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2005 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	11.812,5
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	11.402,8
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
Feb	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6

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 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total ¹⁾	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 IV	98,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,4	0,3	0,0	0,0	1,8	0,6
2005 I	98,8	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,5	0,0	0,3	0,5
II	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
III	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	5,6	0,6
IV	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2005 Sep	100,8	2,6	1,4	2,9	2,2	0,4	0,6	0,0	0,1	3,0	0,1
Oct	101,0	2,5	1,5	2,6	2,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Nov	100,8	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,4	0,1	-3,0	0,1
Dic	101,1	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,5	0,0	-0,7	0,1
2006 Ene	100,7	2,4	1,3	2,7	2,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	2,4	0,1
Feb ²⁾	.	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2006.

2) Estimación basada en los primeros datos publicados por Alemania, España e Italia (y, si se dispone de ellos, por otros Estados miembros) y de información anterior sobre los precios energéticos.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de consumo								
				Total	Duradero	No duradero	Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	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	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	.	.	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 ⁶⁾	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 ⁶⁾	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	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,3	1,3	1,4	15,6	.	.	34,2	23,2	48,6
2005 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	1,6	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	1,8	1,0	1,4	1,2	1,5	14,6	-	-	33,0	22,5	47,9
Dic	112,0	4,7	3,0	1,5	1,9	1,0	1,3	1,3	1,3	17,0	-	-	48,6	29,8	48,5
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	43,4	23,1	52,5
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	38,0	23,2	51,8

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2005	.	.	.	.	.	.	.	2,1
2004 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
IV	.	.	.	.	.	.	.	2,0

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

- 1) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.
- 2) Indicador de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, basado en fuentes no armonizadas.
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera 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					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	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
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	-7,3	-0,2	2,3	0,5	2,0	1,7
2004 III	107,3	0,4	-8,7	-1,4	3,6	0,8	2,2	0,5
2004 IV	107,9	1,1	-5,2	0,8	3,2	0,3	1,9	1,4
2005 I	108,2	1,1	0,6	0,1	3,9	0,6	1,7	1,6
2005 II	108,3	0,9	3,4	-0,4	2,4	0,8	2,5	1,4
2005 III	108,1	0,7	2,3	-0,4	1,0	-0,3	2,8	1,8
Remuneración por asalariado								
2001	102,7	2,7	1,4	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	0,6	3,0	3,3	1,5	1,3	2,1
2004 III	109,8	1,5	0,4	2,3	3,1	1,6	1,5	0,8
2004 IV	110,3	1,7	2,2	2,5	3,1	1,5	1,2	1,5
2005 I	111,0	1,5	2,7	1,7	2,5	1,8	1,6	1,1
2005 II	111,4	1,4	2,7	1,6	3,0	1,9	2,2	0,3
2005 III	111,6	1,6	2,7	1,8	2,9	1,3	2,5	0,9
Productividad del trabajo ²⁾								
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	0,9	1,0	-0,7	0,4
2004 III	102,3	1,1	9,9	3,8	-0,5	0,8	-0,7	0,4
2004 IV	102,3	0,7	7,8	1,7	0,0	1,2	-0,7	0,1
2005 I	102,6	0,4	2,0	1,5	-1,3	1,2	0,0	-0,5
2005 II	102,8	0,5	-0,7	2,0	0,6	1,1	-0,3	-1,0
2005 III	103,2	0,9	0,4	2,3	1,9	1,5	-0,2	-0,9

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			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
2004 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
2005 II	110,6	1,6	1,8	1,7	1,3	2,5	2,2	3,1
2005 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 deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<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 anterior³⁾)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 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
IV	0,3	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>									
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
2005	1,3	.	.	.	.	-	-	.	.
2004 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
IV	1,7	.	.	.	.	-	-	.	.
<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
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
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	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior¹⁾)</i>								
<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 ¹⁾	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	
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-4,5	0,3	3,0	-0,1
2004	2,1	102,2	1,9	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	1,8	-0,2
2005	.	103,4	1,2	1,2	1,0	0,8	2,5	0,6	-0,9	0,8	1,1	.
2005 I	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,4	-4,1
II	1,1	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,5	2,1	0,7	-1,5	1,1	1,2	-0,1
III	1,3	104,0	1,5	1,5	1,4	0,9	2,8	1,6	-0,1	1,9	0,5	1,1
IV	.	104,4	1,9	2,1	2,1	2,3	2,9	0,9	1,8	0,8	1,2	.
2005 Jul	0,7	103,5	0,6	0,1	-0,1	-1,0	2,8	0,0	-1,9	0,3	2,5	0,6
Ago	2,0	104,3	2,7	3,1	3,2	3,5	2,8	3,5	2,7	3,6	-0,7	2,7
Sep	1,3	104,2	1,4	1,7	1,6	0,8	2,9	1,8	0,0	2,1	-0,4	0,0
Oct	.	103,4	0,2	0,7	0,6	0,9	0,4	0,5	-0,7	0,7	-2,0	.
Nov	.	104,8	2,9	3,4	3,3	3,7	4,6	1,0	3,2	0,6	1,8	.
Dic	.	104,9	2,5	2,3	2,5	2,3	3,8	1,3	3,3	1,0	3,4	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Jul	0,1	-	0,2	0,0	0,3	0,6	0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,7	-0,1
Ago	0,7	-	0,8	1,3	1,4	2,1	0,0	1,3	1,2	1,3	-2,6	0,5
Sep	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,5	-1,4	-0,4	0,9	-1,4
Oct	.	-	-0,7	-0,8	-0,7	-0,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,8	-2,0	.
Nov	.	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,5	0,3	1,7	0,0	3,4	.
Dic	.	-	0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,5	0,6	-0,1	0,7	2,9	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	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 ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
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	1,9	103,2	1,2	1,0	1,2	0,9	2,9	922	1,1
2005	110,5	4,7	109,8	3,6	1,9	104,2	0,9	0,5	1,2	1,2	0,9	933	1,2
2005 I	105,9	3,1	106,7	2,5	2,1	104,3	1,3	1,1	1,3	0,6	0,6	921	0,5
II	108,8	3,4	110,3	4,2	1,7	103,9	0,7	0,3	0,8	1,0	0,4	937	1,0
III	110,7	5,0	110,9	3,9	2,1	104,2	1,1	0,3	1,6	1,4	1,6	941	4,6
IV	116,6	7,1	111,3	3,7	1,9	104,4	0,7	0,3	1,1	1,7	1,0	932	-1,2
2005 Ago	110,2	7,9	112,8	7,3	3,3	104,8	2,3	0,9	3,6	4,5	3,2	932	7,4
Sep	112,2	6,1	113,1	4,8	2,5	104,1	1,1	1,1	1,0	-0,1	1,5	952	4,6
Oct	111,6	4,3	106,7	1,3	1,5	104,3	0,4	0,3	0,4	1,0	0,9	942	0,1
Nov	117,6	9,9	113,8	5,4	1,9	104,3	0,7	0,2	1,0	2,0	0,9	932	-2,0
Dic	120,5	7,1	113,5	4,6	2,2	104,5	1,0	0,4	1,7	2,2	1,1	923	-1,8
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	943	2,0
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Ago	-	0,4	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,4	2,0	1,3	-	-0,7
Sep	-	1,8	-	0,3	-0,4	-	-0,7	0,0	-1,2	-3,7	-0,7	-	2,2
Oct	-	-0,5	-	-5,6	0,3	-	0,2	0,4	0,0	1,3	-0,2	-	-1,1
Nov	-	5,3	-	6,7	0,1	-	0,0	-0,2	0,3	1,1	-0,1	-	-1,0
Dic	-	2,5	-	-0,2	0,3	-	0,2	-0,2	0,4	-0,2	0,6	-	-1,0
2006 Ene	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,2

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,5	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,6	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,4	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,1	-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	97,7	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
IV	100,1	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2005 Sep	98,5	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
Oct	100,2	-6	-16	10	8	81,1	-13	-5	-15	23	-9
Nov	99,7	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
Dic	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 Ene	101,5	-4	-12	10	9	81,7	-11	-3	-11	19	-9
Feb	102,7	-2	-10	8	10	-	-10	-3	-11	19	-8

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2002	-17	-25	-10	-15	-18	17	-11	2	-3	-4	14
2003	-18	-25	-11	-11	-14	17	-2	4	-5	3	14
2004	-14	-22	-6	-9	-14	14	0	11	7	8	17
2005	-9	-15	-3	-9	-14	14	2	11	6	10	17
2004 IV	-11	-18	-4	-9	-17	13	2	11	9	9	16
2005 I	-11	-15	-7	-10	-15	12	-2	11	8	7	17
II	-11	-18	-5	-10	-16	13	-1	9	0	9	17
III	-9	-16	-2	-10	-15	15	1	11	6	10	17
IV	-5	-11	0	-6	-11	16	9	14	10	13	18
2005 Sep	-7	-14	0	-7	-13	14	5	11	8	10	15
Oct	-7	-14	0	-5	-12	13	10	14	10	13	19
Nov	-3	-8	2	-8	-13	18	7	14	11	13	18
Dic	-6	-11	-1	-5	-7	17	9	13	9	13	18
2006 Ene	-4	-9	1	-6	-7	17	5	15	13	17	17
Feb	-5	-11	2	-5	-6	16	7	14	8	13	21

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,4	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	136,885	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
IV	137,213	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 I	137,314	0,9	0,8	1,1	-1,6	-1,1	1,5	1,1	2,2	1,4
II	137,518	0,8	0,8	0,9	-1,4	-1,3	1,4	0,8	2,4	1,4
III	137,877	0,7	0,8	0,2	-2,1	-1,0	1,5	0,3	2,4	1,5
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 III	0,396	0,3	0,1	1,4	0,2	-0,5	1,1	0,4	0,7	0,3
IV	0,328	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,5	0,4
2005 I	0,101	0,1	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,4
II	0,204	0,1	0,1	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,2
III	0,359	0,3	0,2	0,5	-0,8	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,4

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,5		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	12,899	8,9	9,750	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,713	10,5
2005	12,535	8,6	9,465	7,3	3,071	17,8	6,088	7,4	6,447	10,0
2004 IV	12,880	8,8	9,743	7,6	3,137	18,0	6,262	7,6	6,618	10,3
2005 I	12,843	8,8	9,625	7,5	3,218	18,4	6,214	7,6	6,630	10,3
II	12,659	8,6	9,591	7,4	3,068	17,7	6,149	7,5	6,510	10,1
III	12,346	8,4	9,381	7,3	2,965	17,3	6,032	7,4	6,315	9,8
IV	12,206	8,3	9,212	7,1	2,995	17,6	5,893	7,2	6,313	9,8
2005 Ago	12,356	8,4	9,396	7,3	2,960	17,3	6,045	7,4	6,311	9,8
Sep	12,231	8,4	9,260	7,2	2,971	17,3	5,986	7,3	6,245	9,7
Oct	12,195	8,3	9,209	7,1	2,986	17,5	5,933	7,2	6,262	9,7
Nov	12,224	8,4	9,227	7,1	2,997	17,5	5,894	7,2	6,330	9,8
Dic	12,199	8,3	9,199	7,1	3,000	17,7	5,852	7,2	6,348	9,9
2006 Ene	12,141	8,3	9,149	7,1	2,991	17,5	5,821	7,1	6,319	9,8

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

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	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	0,3	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 ³⁾		
		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	47,8	43,9	10,5	4,9	3,2	25,4	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 ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 (+)⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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

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

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 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 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,7	10,7	17,1	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,4	12,5	16,2	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	28,7	14,0	14,1	17,7
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	26,9	14,9	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	25,7	12,1	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	22,5	11,1	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,0	10,6	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	19,5	9,8	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	19,9	10,5	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	19,1	10,9	9,4	30,9

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

	Total	Emisor por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,6	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	7,1	20,0	26,1	29,2	73,2	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	3,7	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	3,5	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,6	62,2	3,6	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,8	6,7	5,2	0,5	7,6	62,7	3,6	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

3. Países de la zona del euro⁶⁾

	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 antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.
- 6) Los ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,3
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,5	1,9	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	-0,2	-2,2	3,9
2000	1,0	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,9	-0,4	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,6	0,0	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,8	-0,5	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	-2,3	0,6	1,0	0,9	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 (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	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	0,2	-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	0,1	0,1	0,0	0,0
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.

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

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

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

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

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

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

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total	Recursos corrientes						Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	Impuestos sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 III	44,6	44,2	11,7	13,0	15,9	2,0	0,8	0,4	0,3	40,9
IV	50,6	49,9	14,2	14,4	16,7	2,8	0,8	0,7	0,3	45,6
2000 I	43,5	42,9	11,0	13,1	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,8
II	47,5	47,1	13,8	13,4	15,7	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
III	44,3	43,9	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,4	0,2	40,5
IV	49,7	49,2	13,9	14,1	16,6	2,8	0,9	0,5	0,3	44,8
2001 I	42,4	42,0	10,5	12,8	15,3	1,8	0,8	0,4	0,2	38,8
II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,7	0,4	0,2	42,2
III	43,6	43,3	11,7	12,4	15,6	1,9	0,9	0,3	0,3	39,9
IV	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,1	41,7	10,2	12,8	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
II	45,7	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,7	43,3	11,3	12,8	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,8
IV	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	42,1	41,7	9,9	12,9	15,6	1,8	0,7	0,4	0,2	38,5
II	46,2	44,7	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,3	41,9
III	43,0	42,6	10,9	12,7	15,6	1,9	0,7	0,5	0,2	39,4
IV	49,4	48,3	13,1	14,3	16,3	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 I	41,7	41,2	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,2
II	45,1	44,3	12,2	13,0	15,4	2,0	0,9	0,9	0,6	41,2
III	42,8	42,3	10,7	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,4	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,6	42,1	10,0	13,1	15,5	1,7	0,7	0,6	0,3	38,8
II	44,7	44,1	11,9	13,0	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,6
III	43,5	42,9	11,1	12,9	15,4	1,9	0,7	0,6	0,3	39,7

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

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 III	47,1	43,5	10,2	4,5	4,0	24,8	21,2	1,6	3,6	2,5	1,1	-2,5	1,5
IV	50,4	45,6	11,0	5,3	3,7	25,7	22,1	1,6	4,8	3,1	1,7	0,2	3,9
2000 I	46,0	42,7	10,2	4,5	4,1	24,0	20,9	1,2	3,2	2,0	1,3	-2,5	1,6
II	46,4	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,9	1,4	3,4	2,3	1,1	1,2	5,0
III	43,1	42,8	10,1	4,5	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,0	1,2	5,1
IV	49,4	45,6	11,0	5,2	3,7	25,7	21,8	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	4,0
2001 I	45,6	42,2	10,1	4,1	4,0	24,0	20,9	1,2	3,4	1,9	1,5	-3,2	0,8
II	46,5	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,8	1,4	3,5	2,4	1,1	0,4	4,3
III	46,4	42,7	10,0	4,6	3,9	24,3	20,9	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,8	1,1
IV	51,0	46,0	10,9	5,6	3,6	25,9	22,0	1,6	4,9	3,2	1,8	-1,9	1,7
2002 I	46,1	42,6	10,3	4,2	3,7	24,4	21,2	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,0	-0,3
II	46,8	43,3	10,4	4,9	3,6	24,6	21,2	1,4	3,5	2,3	1,1	-1,2	2,4
III	47,1	43,3	10,1	4,7	3,5	25,1	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,8	46,4	11,0	5,6	3,4	26,4	22,6	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,4	4,4	3,6	24,9	21,6	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,7	-1,1
II	47,6	44,1	10,5	4,7	3,4	25,4	21,8	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
III	47,2	43,5	10,3	4,7	3,3	25,2	21,7	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	10,9	5,7	3,1	26,6	22,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,8	1,3
2004 I	46,5	43,1	10,4	4,5	3,3	24,9	21,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-4,8	-1,5
II	46,8	43,4	10,5	4,8	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,5
III	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,5	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,2
IV	50,6	45,7	10,8	5,6	3,0	26,2	22,5	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,1	1,9
2005 I	46,7	43,3	10,3	4,4	3,2	25,3	21,6	1,1	3,4	1,9	1,5	-4,1	-0,9
II	46,4	43,0	10,3	4,8	3,1	24,8	21,5	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,9	42,5	10,0	4,6	3,1	24,9	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,6

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

- 1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE no están incluidas. La inclusión de estas transacciones supondría, en promedio, un incremento de los recursos y empleos de aproximadamente el 0,2% del PIB. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

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

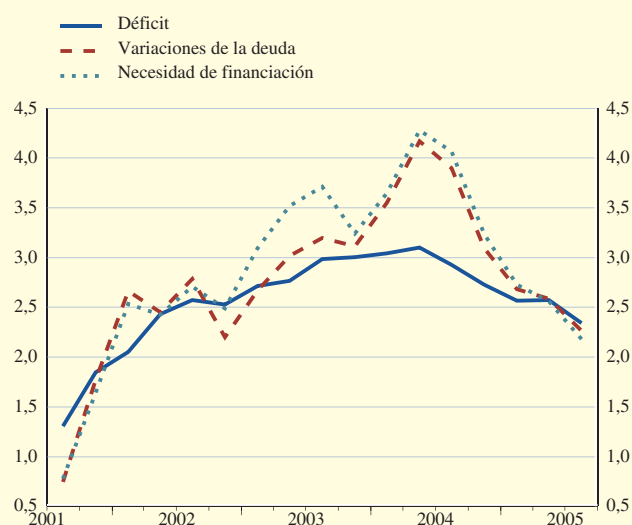
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2002 IV	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 I	69,7	2,7	11,7	5,2	50,0
II	70,2	2,7	11,6	5,7	50,2
III	70,4	2,7	11,6	5,5	50,6
IV	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 I	71,2	2,0	12,5	5,5	51,2
II	71,9	2,2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

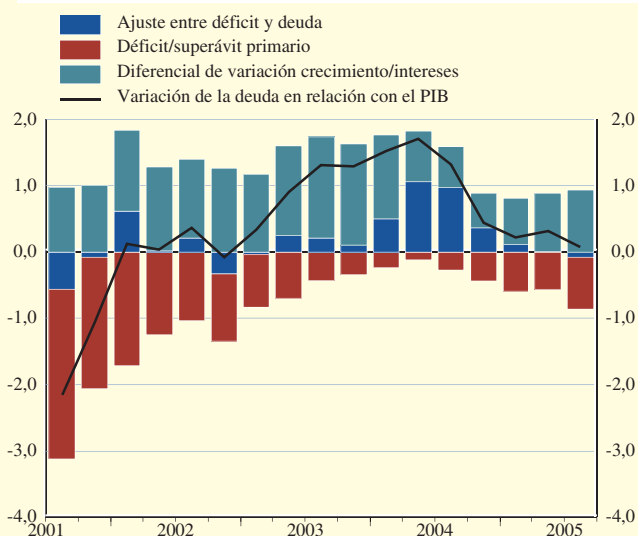
C26 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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

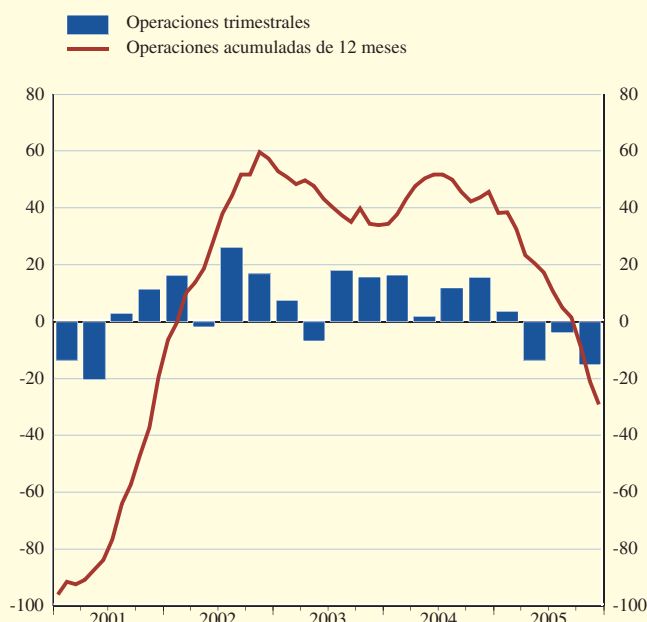
(mm de euros; operaciones netas)

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
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
2005	-29,0	58,5	31,4	-53,0	-66,0	12,2	-16,9	39,6	-155,3	142,6	-15,9	49,3	18,9	-22,7
2004 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
IV	-15,1	8,3	9,9	-14,9	-18,3	4,1	-10,9	-59,6	-26,1	-57,1	-3,3	18,2	8,8	70,5
2004 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	-7,2	2,5	2,7	-5,5	-6,9	0,9	-6,4	-8,8	-12,9	-34,7	1,0	36,6	1,2	15,2
Dic	-0,3	2,5	3,1	0,1	-5,9	2,5	2,2	-40,9	-6,8	-15,9	-2,8	-22,7	7,4	38,6
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Dic	-29,0	58,5	31,4	-53,0	-66,0	12,2	-16,9	39,6	-155,3	142,6	-15,9	49,3	18,9	-22,7

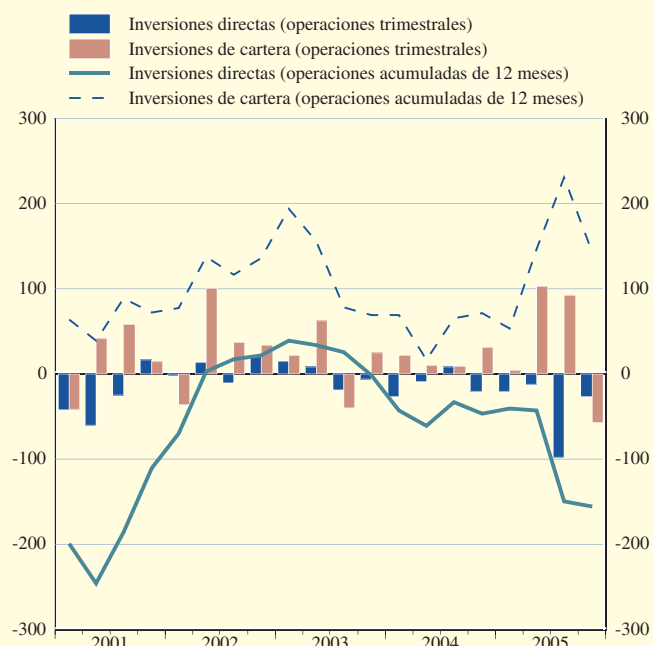
C28 Cuenta corriente

(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

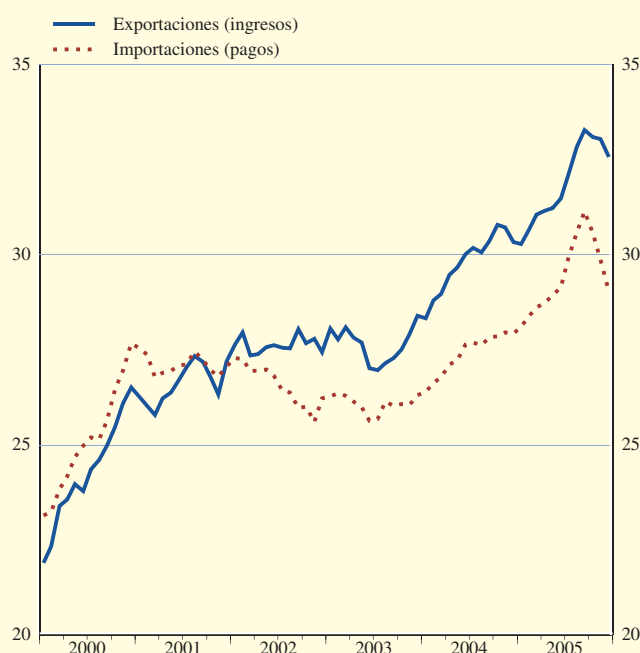
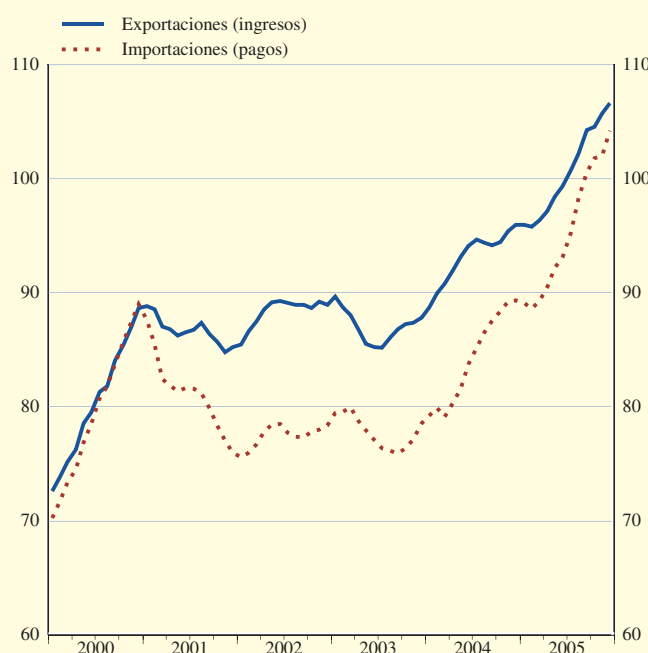
	Cuenta corriente										Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	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
2005	1.996,9	2.025,9	-29,0	1.223,1	1.164,5	386,0	354,6	305,4	358,4	82,3	148,3	22,2	10,1
2004 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
IV	532,1	547,2	-15,1	330,2	321,9	98,9	89,0	85,2	100,1	17,9	36,2	6,9	2,8
2005 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	176,7	183,9	-7,2	112,7	110,1	31,2	28,5	28,3	33,8	4,5	11,5	1,5	0,7
Dic	186,1	186,4	-0,3	109,2	106,7	34,1	31,1	33,6	33,6	9,2	15,1	3,7	1,2
	Datos desestacionalizados												
2004 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	.	.
IV	519,2	541,3	-22,2	319,7	312,6	97,7	87,1	82,0	104,1	19,7	37,5	.	.
2005 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	.	.
Jun	163,2	162,8	0,4	100,0	93,1	32,0	29,4	24,1	28,8	7,1	11,5	.	.
Jul	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	174,2	183,7	-9,5	107,6	103,8	33,3	29,2	28,0	38,1	5,3	12,6	.	.
Dic	177,3	182,6	-5,3	109,0	106,7	31,9	28,6	28,6	33,3	7,9	14,1	.	.

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
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
2005	-207,9	-125,1	-8,4	-116,8	-82,8	0,2	-83,0	52,6	13,9	-0,4	14,2	38,7	0,3	38,4
2004 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
IV	-47,1	-10,9	0,7	-11,6	-36,2	0,0	-36,2	21,0	5,9	-1,9	7,8	15,1	-0,3	15,4
2004 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	-21,6	-5,2	0,5	-5,7	-16,3	0,0	-16,3	8,7	0,0	-1,7	1,8	8,6	-0,1	8,7
Dic	-16,1	-12,5	-0,3	-12,2	-3,6	0,0	-3,6	9,4	-0,1	-0,3	0,2	9,4	-0,2	9,6

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema	AAPP	Otros sectores			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-63,1	-2,6	111,6	-2,4	-45,0	-129,4	-0,2	197,5	0,2	-45,9	21,6	0,6	38,0
2004	0,0	-22,4	-80,4	-3,4	137,5	1,2	-81,4	-94,7	-2,1	255,8	-0,1	-43,3	-9,7	0,1	8,6
2005	-0,1	-14,8	-111,1	.	270,1	-0,7	-121,4	-160,5	.	241,6	0,0	-17,1	2,6	.	53,9
2004 IV	0,0	-0,9	-23,8	-0,2	82,9	0,6	-20,9	-27,2	-0,5	41,3	-0,1	-12,2	5,6	4,3	-14,6
2005 I	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
II	0,0	21,7	-22,2	-0,6	26,7	-0,7	-40,4	-33,2	-0,1	151,2	-0,4	-9,1	-5,0	-2,4	14,7
III	-0,1	-5,1	-26,4	-1,0	149,7	-0,4	-21,6	-53,6	0,1	28,5	0,1	-7,3	5,1	0,2	23,7
IV	0,0	-3,9	-41,8	.	57,2	0,6	-24,0	-34,8	.	16,6	-0,1	-6,5	9,2	.	-29,6
2004 Dic	0,0	11,9	-5,9	-	38,2	0,1	-1,5	-7,9	-	15,3	-0,2	1,5	0,9	-	-9,0
2005 Ene	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
Feb	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
Mar	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
Abr	0,0	9,9	-5,2	-	-47,4	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,8	-0,3	-10,5	1,3	-	11,2
May	0,0	6,7	-15,4	-	22,9	-0,1	-16,1	-5,5	-	27,5	0,0	-2,2	-6,0	-	6,4
Jun	0,0	5,1	-1,6	-	51,3	0,2	-11,1	-17,1	-	72,0	0,0	3,5	-0,2	-	-3,0
Jul	-0,1	-3,5	-14,6	-	109,0	0,2	-4,3	-16,0	-	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-	5,1
Ago	0,0	2,0	-8,9	-	23,9	-0,5	-5,6	-15,2	-	-7,4	0,3	-11,5	1,0	-	8,9
Sep	0,0	-3,5	-3,0	-	16,8	-0,2	-11,6	-22,4	-	35,3	0,4	4,2	4,5	-	9,7
Oct	0,0	4,9	-7,7	-	-9,8	0,6	-16,0	-13,4	-	19,7	0,0	7,0	5,2	-	3,0
Nov	0,0	-6,6	-16,2	-	16,0	0,1	-3,8	-14,8	-	2,8	0,0	-6,1	1,2	-	-7,3
Dic	0,0	-2,1	-17,9	-	51,1	-0,1	-4,1	-6,6	-	-6,0	0,0	-7,4	2,7	-	-25,4

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-254,1	173,9	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,4	134,8	-50,7	52,3	-101,7	82,5	-100,5	-	32,6
2004	-314,3	273,9	-0,2	7,1	-2,2	-2,0	-2,6	-259,6	246,9	-20,0	-3,3	-239,6	250,2	-52,4	-13,2	22,5
2005	-550,0	599,4	-1,0	5,9	3,4	-3,2	-2,2	-385,6	472,3	-101,6	44,9	-284,0	427,4	-166,9	-40,0	123,3
2004 IV	-71,8	65,0	1,4	3,5	3,1	3,7	-1,6	-73,8	58,8	0,9	-0,9	-74,6	59,7	-2,5	10,3	4,4
2005 I	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
II	-162,6	107,9	-1,3	0,3	-7,4	-8,5	-1,8	-97,5	45,6	-18,7	22,4	-78,8	23,2	-56,4	11,5	63,8
III	-104,0	145,3	0,4	4,3	7,3	4,7	1,2	-85,5	125,0	-21,9	15,9	-63,6	109,2	-26,2	-16,8	14,7
IV	-112,9	131,1	-0,6	-3,4	-0,4	-2,1	-1,9	-75,9	105,8	-39,5	-3,7	-36,3	109,5	-36,0	-15,9	30,6
2004 Dic	10,2	-46,9	0,7	0,3	1,8	2,2	-2,7	-4,3	-37,9	-7,2	-11,2	2,9	-26,7	12,1	12,5	-6,7
2005 Ene	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
Feb	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
Mar	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
Abr	-120,5	136,1	0,1	-0,2	-5,2	-5,3	-2,1	-98,1	94,6	-9,1	0,1	-89,0	94,5	-17,4	11,5	43,8
May	-12,7	22,7	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	21,1	-3,4	11,0	20,9	10,1	-29,6	-3,7	1,4
Jun	-29,4	-50,9	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,1	-6,2	11,4	-10,7	-81,4	-9,4	3,7	18,6
Jul	-42,2	50,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,5	0,9	-39,1	47,3	-6,5	4,8	-32,7	42,5	-2,7	-1,5	3,5
Ago	20,7	10,2	0,2	0,8	6,0	8,4	0,5	20,5	-0,3	-0,7	4,3	21,2	-4,6	-6,0	-5,7	9,2
Sep	-82,5	84,5	-0,1	4,6	2,0	0,9	-0,2	-66,9	78,0	-14,7	6,8	-52,2	71,2	-17,5	-9,6	2,0
Oct	-52,9	57,3	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	51,5	-5,0	0,6	-44,1	50,9	-4,1	2,6	4,8
Nov	-126,4	163,0	-0,7	1,7	0,2	0,8	0,2	-114,0	170,1	-1,6	-3,4	-112,3	173,5	-12,0	-9,9	-9,0
Dic	66,5	-89,2	0,0	-4,1	-0,9	-2,3	-4,1	87,2	-115,7	-32,9	-0,9	120,1	-114,9	-19,9	-8,5	34,7

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	0,4	-0,7	-1,1	0,0	-7,8	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-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	-21,8	-29,1	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-10,9	-86,3	-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

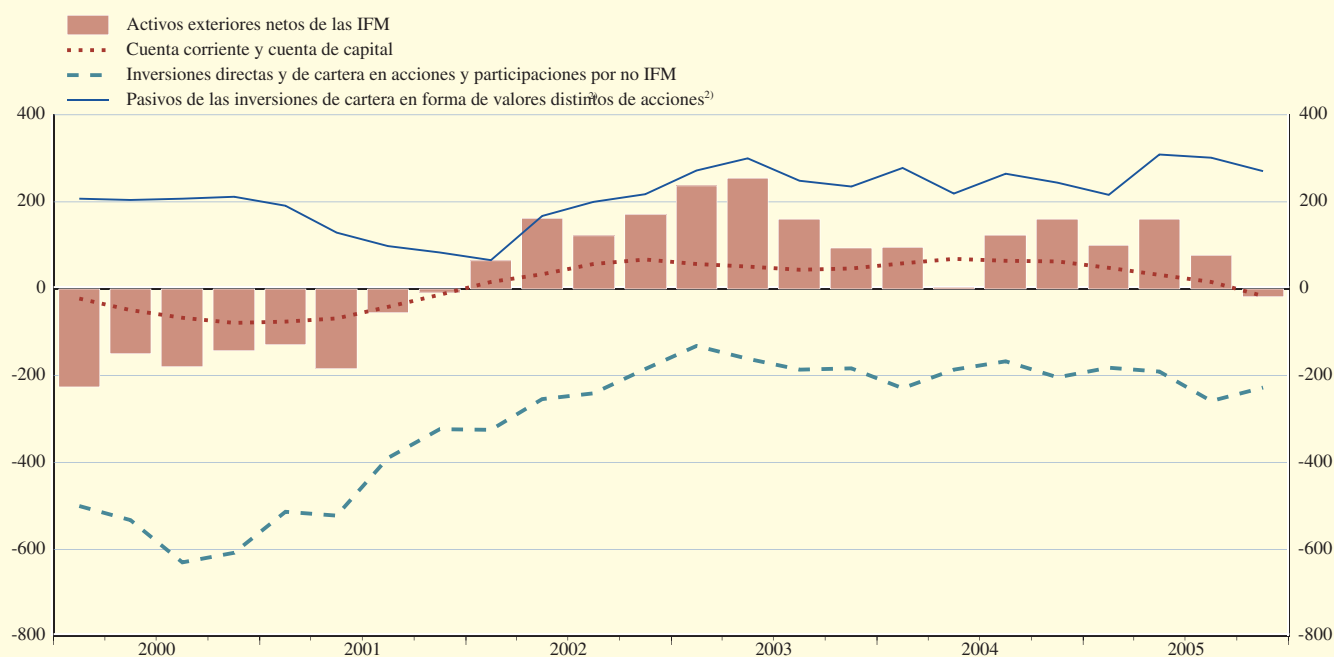
(mm de euros; operaciones)

Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3

	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	Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y participaciones ¹⁾						
				1			2	3				
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
2005	-16,9	-199,7	52,3	-269,0	225,4	271,3	-163,5	121,1	-15,9	-22,7	-17,5	-17,3
2004 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
IV	-10,9	-47,8	21,3	-67,5	40,9	-16,8	-36,4	28,7	-3,3	70,5	-21,4	-36,8
2004 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	94,4	102,1
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	-6,6
Nov	-6,4	-22,0	8,7	-29,7	15,9	-4,0	-11,8	-8,8	1,0	15,2	-41,8	-43,6
Dic	2,2	-15,8	9,6	-21,9	35,6	-29,7	-20,8	30,6	-2,8	38,6	25,6	13,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2005 Dic	-16,9	-199,7	52,3	-269,0	225,4	271,3	-163,5	121,1	-15,9	-22,7	-17,5	-17,3

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												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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
Inversiones directas	-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.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
IV 2004 a III 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-400,6	-185,1	-8,2	-12,0	-126,8	-23,8	-14,4	-5,7	-23,2	-3,1	-62,7	-58,1	-62,6
Acciones y participaciones	-105,0	-25,1	0,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,0	-3,9	-14,6	-2,0	-14,0	-16,2	-29,2
Valores distintos de acciones	-295,6	-160,0	-8,3	-9,1	-108,5	-19,7	-14,3	-1,8	-8,7	-1,1	-48,7	-41,9	-33,5
Bonos y obligaciones	-271,9	-124,7	-6,1	-9,2	-74,4	-20,3	-14,6	-2,0	-15,8	0,4	-69,3	-30,6	-29,9
Inst. del mercado monetario	-23,7	-35,3	-2,1	0,1	-34,2	0,6	0,3	0,2	7,2	-1,5	20,6	-11,3	-3,5

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
IV 2004 a III 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	24,4	-38,7	-9,9	8,3	-38,5	-9,1	10,5	-4,7	15,3	-11,8	35,4	-4,3	6,3	26,8
Activos	-509,0	-351,9	-16,0	2,0	-312,2	-23,4	-2,3	-7,2	3,5	-19,5	-35,5	-51,0	-1,8	-45,5
AAPP	6,9	1,1	0,0	-0,3	0,8	1,4	-0,8	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-1,7	7,7
IFM	-382,5	-245,6	-13,4	2,7	-210,5	-22,9	-1,6	-6,4	4,2	-16,2	-42,6	-35,2	0,2	-40,8
Otros sectores	-133,4	-107,4	-2,5	-0,4	-102,6	-1,9	0,1	-0,7	-0,7	-3,2	7,1	-15,9	-0,3	-12,3
Pasivos	533,3	313,2	6,0	6,3	273,8	14,2	12,9	2,5	11,9	7,7	70,9	46,8	8,1	72,3
AAPP	-1,9	0,6	0,0	0,0	-1,3	0,0	1,9	0,0	-0,1	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-1,0
IFM	438,1	231,0	6,0	5,2	198,3	13,0	8,5	2,0	11,0	4,9	60,9	41,9	8,6	77,8
Otros sectores	97,1	81,6	0,0	1,0	76,8	1,3	2,5	0,5	1,0	2,8	10,9	4,9	-0,1	-4,5

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
En el exterior	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Otro capital	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
En la zona del euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Otro capital	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Inversiones de cartera: activos	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Acciones y participaciones	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Valores distintos de acciones	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Bonos y obligaciones	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Inst. del mercado monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Otras inversiones	-196,1	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,3
Activos	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
AAPP	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Otros sectores	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Pasivos	3.136,4	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,7
AAPP	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,6	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,4
Otros sectores	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

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					Valores distintos de acciones									
	Activos					Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Pasivos					Activos				Pasivos					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	Pasivos
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros		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 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	
Eurosistema																
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 Dic	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
2006 Ene	332,0	176,3	375,626	4,3	7,8	143,6	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
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 Dic	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
2006 Ene	42,2	10,9	23,145	0,2	0,0	31,1	1,8	5,7	23,7	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,7	949,2	984,9	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,9	501,3	222,8	300,5	925,1	990,8	554,1	164,1	240,9	716,4	109,0
2004	8,9	9,3	1.147,3	547,5	247,0	313,3	997,2	1.075,0	604,3	183,6	256,0	770,0	129,5
2005	7,1	12,0	1.233,2	580,9	264,5	326,7	1.066,3	1.209,7	685,5	199,4	266,5	839,9	179,1
2004 III	9,1	14,6	287,9	138,6	61,7	78,4	250,7	276,0	157,1	46,1	63,8	195,9	36,6
IV	8,8	12,6	291,9	139,3	62,7	78,1	253,6	279,1	158,8	47,4	65,0	199,6	36,7
2005 I	3,4	8,6	291,9	137,7	62,3	77,5	255,4	278,0	154,9	44,7	63,3	197,4	36,1
II	6,1	10,7	302,2	143,4	63,6	80,1	258,6	291,6	165,4	49,1	64,8	201,2	40,5
III	9,6	14,2	317,8	148,8	69,8	84,0	274,2	315,9	181,0	52,3	68,4	217,1	51,2
IV	8,9	14,2	321,3	151,0	68,8	85,1	278,0	324,2	184,1	53,3	70,1	224,3	51,2
2005 Jul	2,9	9,4	103,6	48,1	22,4	27,2	89,1	102,7	57,6	16,9	22,1	71,1	14,7
Ago	14,2	19,9	106,8	50,2	23,5	28,3	92,3	107,9	63,2	18,3	23,1	73,7	18,3
Sep	12,6	13,5	107,5	50,5	23,9	28,5	92,9	105,3	60,2	17,1	23,2	72,3	18,2
Oct	6,6	11,3	104,4	49,1	22,2	27,5	90,0	105,8	59,1	17,3	22,7	72,5	17,3
Nov	10,5	14,2	108,2	51,1	22,8	28,5	93,0	107,3	61,1	18,5	23,3	74,2	17,9
Dic	9,6	17,1	108,7	50,8	23,8	29,0	95,0	111,1	64,0	17,4	24,0	77,7	16,1
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,2	98,2	98,8	89,5	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,1	114,8	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,3	121,0	119,8	118,3	107,9	103,8	108,4	118,3	107,3	105,7
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 III	7,7	8,3	117,5	115,8	120,3	119,4	118,2	108,9	105,3	108,2	117,4	108,3	114,7
IV	7,5	6,1	119,6	116,0	123,6	119,5	120,0	109,4	104,3	113,4	120,0	110,7	106,1
2005 I	1,3	2,5	118,9	113,6	122,8	118,2	120,1	109,4	102,5	108,3	116,6	109,5	105,8
II	4,4	4,6	122,0	117,2	124,8	121,1	121,1	111,1	104,0	117,1	118,8	110,7	102,8
III	7,0	4,4	126,7	120,2	136,3	125,4	127,5	114,1	105,6	121,7	123,2	117,7	109,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Jul	0,6	0,9	124,1	116,5	131,4	122,7	124,3	112,2	102,0	118,5	120,2	116,0	97,5
Ago	11,6	9,2	127,5	121,9	137,6	126,1	128,7	116,3	110,0	126,0	124,6	119,4	118,0
Sep	9,6	3,5	128,3	122,1	140,0	127,2	129,4	113,8	104,8	120,7	124,7	117,8	112,8
Oct	2,7	3,0	123,9	117,5	130,1	121,9	124,7	114,2	102,8	120,6	121,8	117,4	109,1
Nov	7,3	4,2	128,4	122,2	132,9	126,6	129,1	115,2	105,4	129,5	124,3	119,6	115,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasa de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,1	2,5	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,5
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 III	1,3	5,8	97,6	97,2	94,9	99,8	96,8	98,9	101,0	93,1	98,5	97,1	103,8
IV	1,2	6,1	97,2	97,6	93,9	99,4	96,5	99,5	103,0	91,3	98,1	96,7	112,7
2005 I	2,1	5,9	97,8	98,5	93,7	99,9	97,1	99,1	102,3	90,3	98,2	96,8	111,2
II	1,6	5,9	98,7	99,3	94,3	100,7	97,5	102,5	107,6	91,6	98,7	97,5	128,7
III	2,5	9,3	100,0	100,6	94,8	102,0	98,2	108,0	116,0	93,9	100,5	99,0	152,4
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Jul	2,4	8,4	99,8	100,6	94,7	101,3	98,1	107,2	114,6	93,4	100,0	98,7	147,8
Ago	2,2	9,9	100,1	100,4	94,9	102,4	98,2	108,6	116,7	95,3	100,6	99,4	151,4
Sep	2,8	9,6	100,1	100,8	94,7	102,2	98,3	108,3	116,7	92,9	100,8	98,8	158,0
Oct	3,8	8,1	100,8	101,8	94,8	103,0	98,8	108,5	116,7	94,1	101,4	99,3	154,9
Nov	3,0	9,6	100,7	102,0	95,1	102,9	98,6	109,0	117,6	93,8	101,9	99,9	151,3
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (índices de comercio en términos reales y desestacionalización de índices de valor unitario).

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2002	1.083,7	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,4
2003	1.059,9	24,9	38,7	194,9	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,7
2004	1.147,3	25,7	41,8	203,8	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.233,2	.	.	.	.	42,9	70,1	34,6	183,9	43,5	34,0	165,5	72,7	46,6	.
2004 III	287,9	6,5	10,5	51,4	31,8	9,2	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,8
IV	291,9	6,7	10,7	51,2	32,6	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,9	16,0	10,5	30,3
2005 I	291,9	6,7	10,9	49,8	33,1	9,8	17,4	7,9	43,5	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	27,0
II	302,2	7,0	11,1	49,8	34,1	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	31,7
III	317,8	7,3	11,4	51,2	36,1	11,3	17,8	9,0	47,1	11,4	8,5	43,8	19,2	12,2	31,5
IV	321,3	.	.	.	.	11,2	17,9	9,5	48,0	11,8	8,6	42,2	19,2	12,2	.
2005 Jul	103,6	2,4	3,8	16,8	11,7	3,4	5,7	2,8	15,3	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,6
Ago	106,8	2,5	3,8	17,5	11,9	4,0	6,2	3,1	15,9	3,8	2,9	14,5	6,7	4,0	10,1
Sep	107,5	2,5	3,8	16,9	12,5	3,8	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,8	6,6	4,1	10,8
Oct	104,4	2,4	3,7	16,6	12,4	3,6	5,9	3,1	15,7	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,7
Nov	108,2	2,6	3,7	17,4	12,7	3,9	5,9	3,0	16,1	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,6
Dic	108,7	.	.	.	.	3,7	6,2	3,5	16,2	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,2	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2002	984,9	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,7	67,8	39,4	81,3
2003	990,8	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	141,1	68,9	39,8	85,2
2004	1.075,0	25,3	39,7	143,9	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	163,0	72,8	45,1	85,7
2005	1.209,7	.	.	.	.	72,8	57,7	24,8	120,2	117,5	52,6	186,7	95,0	52,7	.
2004 III	276,0	6,4	10,1	37,5	26,1	14,5	13,6	6,0	28,7	23,5	13,8	42,4	19,1	11,6	22,7
IV	279,1	6,5	10,2	36,5	27,3	15,9	13,8	6,1	28,8	25,3	13,5	43,0	19,8	11,7	20,7
2005 I	278,0	6,1	10,0	35,8	27,0	16,7	13,5	6,3	29,1	26,2	12,9	41,5	20,2	12,1	20,6
II	291,6	6,4	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,7	12,5	46,2	21,8	12,0	21,7
III	315,9	6,2	10,6	38,6	29,9	18,8	15,0	6,1	30,5	31,0	13,5	49,1	26,8	13,8	26,0
IV	324,2	.	.	.	.	19,8	14,9	6,6	30,7	32,6	13,7	50,0	26,3	14,8	.
2005 Jul	102,7	2,0	3,6	12,7	9,8	5,7	5,0	1,9	10,1	10,3	4,4	15,5	7,8	4,4	9,6
Ago	107,9	2,1	3,6	12,9	9,9	6,7	5,0	2,1	10,3	10,5	4,7	17,0	9,8	4,8	8,5
Sep	105,3	2,1	3,5	12,9	10,3	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,4	16,5	9,1	4,7	7,9
Oct	105,8	2,2	3,6	12,8	10,1	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,3	15,8	8,3	4,7	10,2
Nov	107,3	2,1	3,6	13,2	10,1	6,4	4,9	2,2	10,2	10,8	4,6	17,0	9,1	4,9	8,2
Dic	111,1	.	.	.	.	6,9	5,0	2,3	10,4	11,6	4,8	17,2	8,9	5,1	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,4	3,7	13,4	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
Saldo															
2002	98,8	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,8	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,1
2003	69,2	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,7	-9,4	-1,8	15,5
2004	72,3	0,5	2,1	59,9	20,9	-20,8	12,6	9,0	60,0	-51,8	-20,8	-13,1	-9,0	-4,8	27,7
2005	23,5	.	.	.	.	-29,9	12,3	9,8	63,8	-74,0	-18,6	-21,3	-22,4	-6,1	.
2004 III	11,9	0,1	0,4	13,9	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,5	-13,7	-5,3	-4,1	-2,5	-1,3	4,1
IV	12,8	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	15,0	-15,3	-5,3	-5,2	-3,9	-1,2	9,6
2005 I	13,9	0,6	0,9	14,0	6,1	-6,8	4,0	1,6	14,4	-15,9	-4,5	-2,5	-3,1	-1,1	6,4
II	10,5	0,6	0,9	13,2	5,3	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,6	-4,1	-5,7	-4,7	-0,8	10,0
III	1,9	1,1	0,7	12,6	6,2	-7,5	2,8	2,9	16,5	-19,7	-4,9	-5,3	-7,5	-1,6	5,5
IV	-2,9	.	.	.	.	-8,6	3,0	2,9	17,3	-20,8	-5,1	-7,8	-7,1	-2,6	.
2005 Jul	0,9	0,4	0,2	4,1	2,0	-2,3	0,8	0,9	5,2	-6,5	-1,6	-1,1	-1,8	-0,3	1,0
Ago	-1,1	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,7	1,1	1,0	5,6	-6,8	-1,7	-2,6	-3,1	-0,7	1,6
Sep	2,2	0,4	0,2	4,0	2,2	-2,6	0,9	1,0	5,8	-6,4	-1,6	-1,7	-2,6	-0,6	2,9
Oct	-1,4	0,3	0,1	3,8	2,3	-2,8	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,6	-2,0	-2,2	-0,7	0,4
Nov	0,8	0,5	0,1	4,2	2,6	-2,5	0,9	0,8	5,9	-6,9	-1,8	-2,9	-2,7	-0,7	3,4
Dic	-2,4	.	.	.	.	-3,3	1,2	1,1	5,9	-7,4	-1,8	-2,9	-2,2	-1,1	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

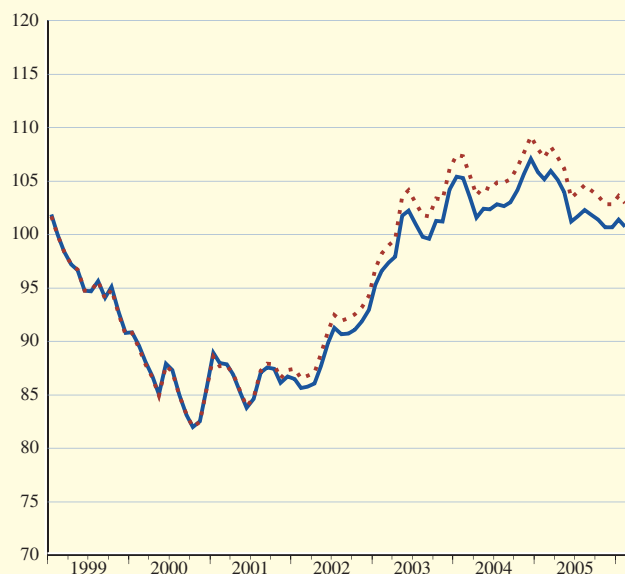
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-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	103,5
2004 IV	105,7	107,7	106,6	106,6	105,2	104,2	113,0	107,1
2005 I	105,7	107,8	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	102,5
IV	100,9	103,1	101,1	.	.	.	107,2	101,1
2005 Feb	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,9
Mar	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,9
Abr	105,1	107,2	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	101,9
Jul	101,7	104,0	102,3	-	-	-	108,0	102,1
Ago	102,3	104,6	102,9	-	-	-	108,7	102,8
Sep	101,8	104,1	101,9	-	-	-	108,2	102,4
Oct	101,4	103,6	101,5	-	-	-	107,8	101,8
Nov	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
Dic	100,7	102,8	101,1	-	-	-	106,9	100,7
2006 Ene	101,4	103,6	101,6	-	-	-	107,5	101,3
Feb	100,7	103,0	100,8	-	-	-	106,6	100,4
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Feb	-0,7	-0,6	-0,7	-	-	-	-0,9	-0,9
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Feb	-4,2	-4,0	-5,2	-	-	-	-4,8	-5,1

C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

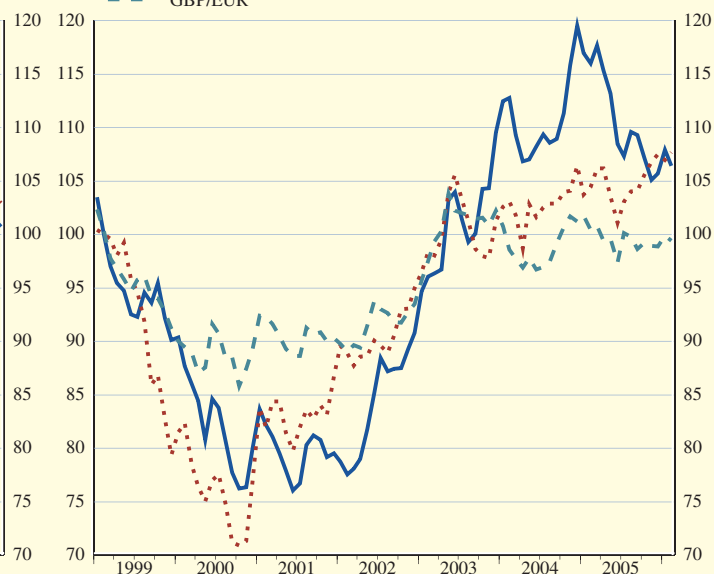
— TCE-23 nominal
 - - - TCE-23 real deflactado por el IPC



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.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 II	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1.269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
III	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1.255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
IV	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1.231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2005 Ago	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1.255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
Sep	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1.261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
Oct	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1.256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
Nov	7,4596	9,5614	0,67933	1,1786	139,59	1,5449	1.226,38	9,1390	2,0017	1,3944	7,8295	1,6030
Dic	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1.212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
2006 Ene	7,4613	9,3111	0,68598	1,2103	139,82	1,5494	1.190,02	9,3851	1,9761	1,4025	8,0366	1,6152
Feb	7,4641	9,3414	0,68297	1,1938	140,77	1,5580	1.157,96	9,2640	1,9448	1,3723	8,0593	1,6102
	% variación sobre mes anterior											
2006 Feb	0,0	0,3	-0,4	-1,4	0,7	0,6	-2,7	-1,3	-1,6	-2,2	0,3	-0,3
	% variación sobre año anterior											
2006 Feb	0,3	2,8	-1,0	-8,3	3,1	0,5	-13,0	-8,7	-8,8	-14,9	-3,1	-3,4
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano ¹⁾ 24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 II	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36,195
III	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
IV	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2005 Ago	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	3,5034
Sep	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
Oct	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
Nov	29,266	15,6466	0,57351	0,6963	3,4528	251,04	0,4293	3,9701	239,51	38,678	1,9557	3,6543
Dic	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
2006 Ene	28,722	15,6466	0,57376	0,6960	3,4528	250,71	0,4293	3,8201	239,49	37,492	1,9558	3,6449
Feb	28,407	15,6466	0,57436	0,6961	3,4528	251,57	0,4293	3,7941	239,49	37,390	1,9558	3,5393
	% variación sobre mes anterior											
2006 Feb	-1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-2,9
	% variación sobre año anterior											
2006 Feb	-5,2	0,0	-1,5	0,0	0,0	3,2	-0,4	-4,8	-0,1	-1,7	0,0	-
	Yuan renminbi chino ²⁾ 25	Kuna croata ²⁾ 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia ²⁾ 28	Ringgit malasio ²⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino ²⁾ 31	Rublo ruso ²⁾ 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés ²⁾ 34	Nueva lira turca ³⁾ 35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 II	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
III	9,9250	7,3728	77,64	12.216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
IV	9,6057	7,3831	73,86	11.875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2005 Ago	9,9589	7,3684	78,37	12.283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534	
Sep	9,9177	7,4384	76,15	12.542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
Oct	9,7189	7,3822	73,29	12.118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
Nov	9,5273	7,3791	72,98	11.834,55	4,4534	1,7088	64,258	33,9184	7,8502	48,469	1,6033	
Dic	9,5746	7,3882	75,36	11.675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
2006 Ene	9,7630	7,3772	74,58	11.472,89	4,5425	1,7616	63,590	34,3284	7,3811	47,965	1,6158	
Feb	9,6117	7,3191	76,57	11.048,98	4,4487	1,7741	61,776	33,6802	7,3079	47,014	1,5830	
	% variación sobre mes anterior											
2006 Feb	-1,5	-0,8	2,7	-3,7	-2,1	0,7	-2,9	-1,9	-1,0	-2,0	-2,0	
	% variación sobre año anterior											
2006 Feb	-10,8	-2,6	-5,2	-8,2	-10,0	-2,5	-13,4	-7,4	-6,7	-6,1	-	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,6	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,0
2005 II	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,6	0,5	1,9
III	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,8	2,3	2,2	0,9	2,4
IV	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2005 Sep	2,0	2,3	4,9	2,1	7,4	2,5	3,6	2,0	1,9	3,2	2,3	1,1	2,4
Oct	2,4	1,9	4,5	2,2	7,7	3,0	3,1	3,0	1,6	3,2	3,5	0,9	2,3
Nov	2,2	1,8	4,0	2,0	7,6	2,9	3,3	4,3	1,1	2,1	3,6	1,2	2,1
Dic	1,9	2,2	3,6	1,4	7,1	3,0	3,3	3,4	0,8	2,4	3,9	1,3	1,9
2006 Ene	2,4	2,0	4,7	2,0	7,6	3,5	2,5	2,4	0,9	2,6	4,1	1,1	1,9
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,8	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,7
2003	-12,5	1,2	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,9	1,7	-4,1	-0,9	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,2
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,2	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 Ago	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
Sep	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
Oct	3,46	3,22	-	4,22	3,87	3,50	6,49	4,41	4,91	3,62	3,25	3,17	4,40
Nov	3,76	3,46	-	4,22	3,56	3,64	6,81	4,39	5,38	3,62	3,70	3,39	4,37
Dic	3,61	3,35	-	4,09	3,59	3,79	6,89	4,39	5,16	3,69	3,62	3,37	4,27
2006 Ene	3,39	3,31	-	3,96	3,60	3,62	6,66	4,39	4,95	3,73	3,59	3,33	3,97
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 Ago	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
Sep	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
Oct	1,91	2,22	2,32	3,59	2,78	2,31	6,15	3,24	4,55	4,01	3,03	1,72	4,59
Nov	2,24	2,39	2,32	3,51	2,84	2,42	6,20	3,19	4,64	4,01	3,19	1,72	4,62
Dic	2,17	2,48	2,59	3,47	3,16	2,53	6,21	3,22	4,62	4,00	3,12	1,89	4,64
2006 Ene	2,14	2,52	2,61	3,42	4,03	2,56	6,02	3,20	4,49	4,00	3,17	2,03	4,60
PIB real													
2004	4,7	2,1	7,8	3,8	8,5	7,0	4,6	0,1	5,3	4,2	5,5	3,7	3,2
2005	.	.	.	.	.	7,3	.	.	.	.	6,0	.	1,8
2005 II	5,2	3,1	10,2	3,7	11,4	7,6	4,3	1,9	2,8	5,0	5,1	2,3	1,6
III	4,9	4,7	10,4	3,9	11,4	8,5	4,4	2,9	3,7	4,2	6,2	2,8	1,8
IV	.	.	.	.	.	8,2	.	.	.	.	7,5	.	1,8
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,5	-8,7	-3,8	-2,5	-3,1	6,9	-1,8
2005	.	.	.	.	.	-5,9	.	.	.	.	-7,8	.	.
2005 II	-4,1	5,0	-10,9	1,5	-9,9	-6,7	-7,6	-10,4	-0,8	0,4	-11,9	5,8	-1,1
III	-4,4	5,0	-6,6	3,1	-11,2	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	6,8	-3,1
IV	.	.	.	.	.	-5,5	.	.	.	.	-11,5	.	.
Costes laborales unitarios													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,0	3,2
2004	1,1	1,1	3,0	-	7,2	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,6	2,0
2005 I	-0,3	1,9	3,1	-	-	4,1	-	-	.	-	5,7	2,6	4,3
II	0,4	2,6	2,4	-	-	1,3	-	-	.	-	3,6	0,1	3,3
III	2,0	-1,1	4,1	-	-	3,2	-	-	.	-	4,1	0,9	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,7	10,4	11,4	6,1	7,3	19,0	6,3	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	4,9	7,8	5,2	9,0	8,2	7,1	7,2	17,8	6,3	16,4	.	.
2005 II	8,0	5,1	8,1	5,5	9,3	8,7	7,1	7,3	18,0	6,1	16,4	.	4,6
III	7,8	4,6	7,4	5,3	9,1	7,8	7,3	7,1	17,7	6,4	16,2	.	4,7
IV	7,9	4,5	6,8	5,0	8,3	6,9	7,3	7,3	17,3	6,4	16,3	.	.
2005 Oct	7,9	4,5	7,1	5,1	8,5	7,0	7,3	7,2	17,4	6,4	16,5	.	4,9
Nov	7,9	4,5	6,7	5,0	8,3	6,8	7,3	7,3	17,3	6,5	16,3	.	5,0
Dic	7,8	4,4	6,5	4,9	8,1	6,8	7,3	7,5	17,2	6,4	16,1	.	.
2006 Ene	7,8	.	6,2	5,3	8,2	6,9	7,4	7,8	17,2	6,3	15,8	.	.
Feb	.	.	.	.	.	.	7,4	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

1) Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

9.2 En Estados Unidos y Japón

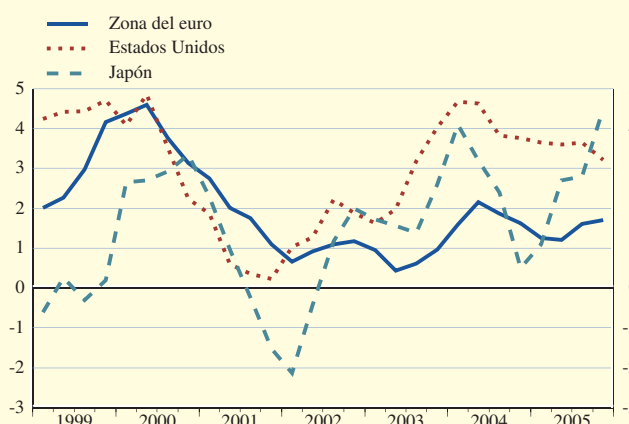
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	2,5	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	1,8	3,5	3,9	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	3,0	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
III	3,8	1,8	3,6	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
IV	3,7	0,0	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 Oct	4,3	-	-	3,8	4,9	7,2	4,17	4,45	1,2015	-	-
Nov	3,5	-	-	4,6	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	-	-
Dic	3,4	-	-	4,5	4,9	7,8	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 Ene	4,0	-	-	4,8	4,7	8,1	4,60	4,41	1,2103	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	4,76	4,56	1,1938	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,3	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	.	2,8	1,3	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2004 IV	0,5	-1,5	0,5	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	-0,2	-1,0	1,1	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	0,9	2,7	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	.	4,5	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 Oct	-0,7	-1,7	-	3,0	4,5	2,0	0,06	1,54	138,05	-	-
Nov	-0,8	-2,5	-	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	.	.	-	2,1	.	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
Feb	.	.	-	.	.	.	0,07	1,57	140,77	-	-

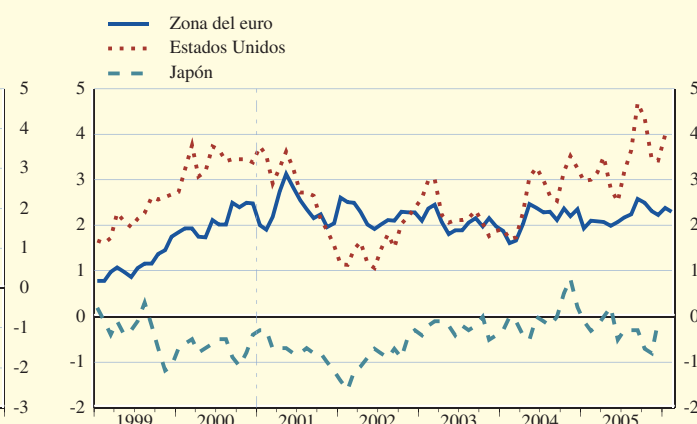
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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

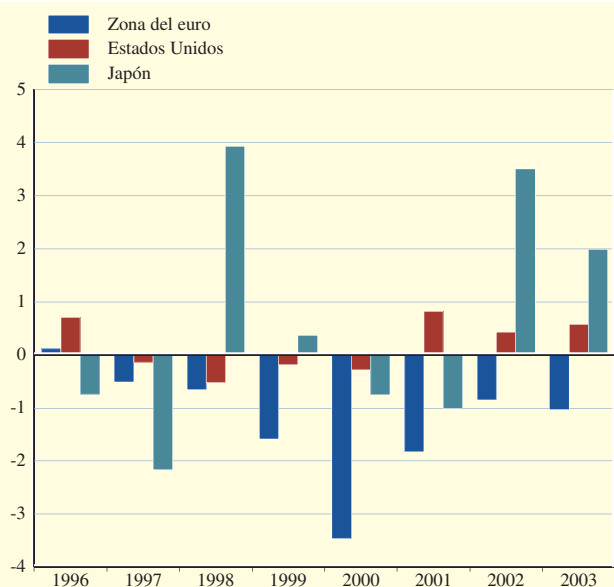
(en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
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

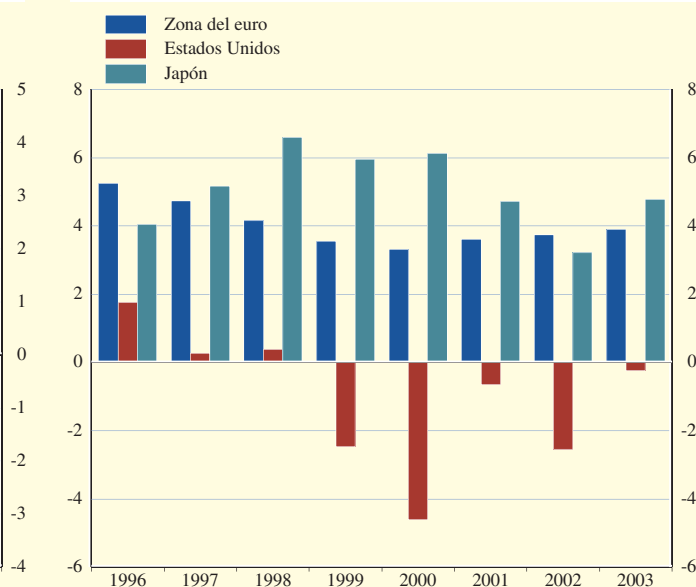
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Economic and Social Research Institute.

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

2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.

3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos 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).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³.

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si T_t representa las operaciones en el trimestre t y L_t el saldo vivo a fin del trimestre t , la tasa de crecimiento del trimestre t se calcula como:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

3 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.

4 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 VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación

⁴ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacio-

nal. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y rentas, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de marzo de 2006.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página, en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que

entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de

las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona

del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM e incluyen las posiciones de instituciones distintas de IFM residentes en la zona el euro mantenidas por IFM residentes en la zona; también incluyen algunos activos/pasivos de la Administración Central.

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la

sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públi-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

cas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». La emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de

acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como me-

dia ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese

momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a

las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química,

de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE

en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2005), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emiti-

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

bre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

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 Euro-sistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales

de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el cuarto trimestre del 2005, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 320.888, por un importe de 1.977 mm de euros, el más elevado desde la puesta en marcha de TARGET. En comparación con el trimestre anterior, ello supuso un incremento del 7,5% en el número de pagos y del 8% en su importe. En todas las categorías analizadas se produjo un incremento del número de operaciones procesadas y del importe, lo que constituye el mayor aumento registrado desde 1999. La cuota total de mercado de TARGET aumentó el 1%, hasta situarse en niveles aún más elevados tanto en lo que respecta al importe (90%), como al número de órdenes procesadas (59%). Si se compara con el mismo período del año pasado, la cuota de mercado del número de pagos y la del importe crecieron un 2%.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

En el cuarto trimestre del 2005, TARGET procesó una media diaria de 249.136 pagos intra-Estado miembro, por un importe de 1.311 mm de euros, lo que supuso un incremento del 9% en el número de operaciones procesadas y en su importe con respecto al trimestre precedente. En relación con el mismo período del 2004, el número de operaciones aumentó un 20%, y el importe, un 11%. Las operaciones intra-Estado miembro procesadas por TARGET representaron el 77,6% del total de pagos y el 66,3% de su importe. El importe medio de estas operaciones se mantuvo en el mismo nivel, 5,3 mm de euros, en el cuarto trimestre. Por tramos de importes, el 63% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a 1.000 millones de euros se situó en 156 operaciones. El día de máxima actividad fue el 15 de diciembre, fecha en que se procesó un total de 328.812 pagos, por un importe de 1.874 mm de euros.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 71.752 pagos, por un importe total de 668 mm de euros, en el cuarto

trimestre del 2005. En comparación con el tercer trimestre, esta cifra supuso un incremento del 8% en el número de operaciones y en el importe. El número y el importe de los pagos interbancarios aumentaron el 6% con respecto al trimestre anterior. Por su parte, los pagos de clientes registraron un aumento del 10% en el número de operaciones y del 18% en el importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros fue del 47% en lo que se refiere al número de operaciones, y del 95% en cuanto al importe. En relación con el tercer trimestre, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó de 18,6 mm de euros a 18,7 mm de euros, y el de los pagos de clientes de 850.300 euros a 901.000 euros. Por tramos de importe, el 65% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a un millón de euros se situó en 51 operaciones. El día de máxima actividad fue el 20 de diciembre, fecha en que se procesaron 94.587 pagos por un importe total de 850 mm de euros.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre del 2005, TARGET logró una disponibilidad general del 99,92%, en comparación con el 99,81% del tercer trimestre. El número de incidencias que afectó a la disponibilidad del sistema fue de 16, seis menos que en el trimestre precedente. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el cuarto trimestre del 2005 sólo se produjo una incidencia de duración superior a dos horas. En el cuadro 3 se muestran las cifras disponibles para cada componente nacional de TARGET y para el mecanismo de pagos del BCE. En el cuarto trimestre, el 96,68% de los pagos entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos, el 2,80% tardó de cinco a quince minutos, y el 0,39% entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a 30 minutos en sólo 96 de los pagos procesados diariamente, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 71.752 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.



Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	18.033.316	17.219.984	18.952.096	19.441.665	19.774.574
Media diaria	273.232	277.741	291.541	295.161	320.888
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.305.815	4.183.482	4.518.137	4.389.389	4.592.102
Media diaria	65.240	67.476	69.515	66.650	71.752
Pagos intra-Estado miembro					
Total	13.727.501	13.036.502	14.433.959	15.052.276	15.944.755
Media diaria	207.992	210.266	222.025	228.511	249.136
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	11.382.418	10.883.591	11.856.745	11.590.400	12.132.235
Media diaria	172.420	175.542	182.452	175.942	189.665
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.766.831	1.681.581	1.760.484	1.677.545	1.716.063
Media diaria	26.770	27.122	27.098	25.481	26.847
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	119.693	127.802	183.226	148.838	135.414
Media diaria	1.813	2.061	2.811	2.258	2.117

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	116.389	116.318	124.726	121.300	126.557
Media diaria	1.763	1.876	1.919	1.841	1.977
Pagos entre Estados miembros					
Total	38.226	39.152	41.846	41.140	42.675
Media diaria	579	631	644	624	668
Pagos intra-Estado miembro					
Total	78.163	77.166	82.881	80.160	83.883
Media diaria	1.184	1.245	1.275	1.217	1.311
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	11.005	10.483	10.850	10.787	10.820
Media diaria	167	169	167	164	169
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.215	3.922	4.102	3.864	3.760
Media diaria	64	63	63	59	59
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	113	122	117	106	109
Media diaria	2	2	2	2	2

**Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET
para cada componente nacional
y para el mecanismo de pagos del BCE**

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad IV 2005
Bélgica	99,77%
Dinamarca	99,84%
Alemania	99,61%
Grecia	100,00%
España	99,93%
Francia	99,97%
Irlanda	100,00%
Italia	100,00%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	100,00%
Austria	100,00%
Polonia	100,00%
Portugal	100,00%
Finlandia	100,00%
Suecia	100,00%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,68%
Disponibilidad general de TARGET	99,92%



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 diciembre del 2005 y febrero 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.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por 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 un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, diciembre 2005.

- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Dées, 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. Pistaferri, 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, enero 2006.
- 584 «A new theory of forecasting», por S. Manganelli, enero 2006.
- 585 «Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement», por A. Lamo, J. Messina y E. Wasmer, febrero 2006.
- 586 «A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2006.
- 587 «Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries», por U. Böwer y C. Guillemineau, febrero 2006.
- 588 «Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover», por M. Ehrmann, febrero 2006.
- 589 «Forecasting economic aggregates by disaggregates», por D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2006.
- 590 «The pecking order of cross-border investment», por C. Daude y M. Fratzscher, febrero 2006.
- 591 «Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence», por A. Banerjee y J. L. Carrion-i-Silvestre, febrero 2006.
- 592 «Non-linear dynamics in the euro area demand for M1», por A. Calza y A. Zaghini, febrero 2006.
- 593 «Robustifying learnability», por R. J. Tetlow y P. von zur Muehlen, febrero 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 corresponsalía 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 – Statistical tables», 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.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)», febrero 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).

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.