



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
MAYO

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 3 de mayo de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL 5

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA 9

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	38
Producto, demanda y mercado de trabajo	47
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	59

Recuadros

1 Evolución a largo plazo de los préstamos al sector privado	17
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2006	22
3 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre del 2006	43
4 Estimaciones del <i>stock</i> de capital de la zona del euro	48
5 Utilidad de los indicadores precedentes de encuestas sobre tendencias económicas para el análisis de coyuntura	51

ARTÍCULOS

Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea	65
La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema	79
Emisión de acciones en la zona del euro	93

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2005	III
Glosario	IX

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 4 de mayo de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. En conjunto, la información disponible desde la última reunión, celebrada el 2 de abril, confirma, en líneas generales, la anterior valoración del Consejo de Gobierno respecto a las perspectivas para la evolución de los precios y la actividad económica en la zona del euro, así como a que el crecimiento monetario y del crédito continúa siendo muy dinámico. En este contexto, el Consejo de Gobierno mantendrá una extrema vigilancia con el fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no se materialicen. Dicha vigilancia está especialmente justificada en un contexto de abundancia de liquidez y de tipos de interés que continúan en niveles muy bajos, tanto en términos nominales como reales, en todos los plazos, lo que se traduce en una orientación general acomodaticia de la política monetaria. El firme anclaje de las expectativas de inflación constituye un requisito para que la política monetaria siga contribuyendo a respaldar el crecimiento económico y la creación de empleo en la zona del euro.

Por lo que se refiere al análisis económico, los datos publicados desde comienzos de año indican una reaceleración del crecimiento económico en el primer trimestre del 2006, tras la moderación observada en el último trimestre del 2005. Asimismo, los últimos indicadores y la información de las encuestas más recientes apuntan un crecimiento continuado durante el segundo trimestre y corroboran el escenario de expansión gradual de la actividad económica descrito en las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en marzo del 2006. La confianza empresarial está en un nivel particularmente elevado, lo que, en principio, constituye una señal positiva respecto a la inversión, y la recuperación del consumo y del empleo parece proseguir, aunque de forma gradual.

En cuanto al futuro, siguen dándose las condiciones para la continuación del crecimiento durante los próximos trimestres. Se espera que la economía mundial mantenga su fortaleza, lo que representa un respaldo continuado para las exportacio-

nes de la zona del euro. El crecimiento de la inversión debería beneficiarse del prolongado período de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de los balances y del incremento de los beneficios y de la eficiencia empresariales. El crecimiento del consumo debería también reforzarse con el tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo siga mejorando. Estas perspectivas de crecimiento económico favorables son, en general, acordes con las previsiones disponibles publicadas por organismos internacionales e instituciones privadas.

Considerando la información disponible, los riesgos para este escenario parecen estar, en líneas generales, equilibrados a corto plazo, a pesar de que los precios del petróleo han vuelto a mostrar recientemente una alta volatilidad y de que podrían representar un riesgo a la baja para el crecimiento. Esto subraya la necesidad de incrementar en mayor medida la transparencia de los mercados del petróleo y las inversiones en este sector. En horizontes temporales más amplios, continúa existiendo preocupación con respecto a los desequilibrios mundiales y siguen estando presentes los riesgos relacionados con el proteccionismo.

Respecto 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 2,4% en abril del 2006, frente al 2,2% y el 2,3% registrados en marzo y en febrero, respectivamente. A corto plazo, es probable que las tasas de inflación interanual se mantengan por encima del 2%, con un perfil mensual que dependerá, en gran medida, de la evolución de los precios del petróleo y de la intensidad con que se transmitan a otros precios en la cadena de producción. A más largo plazo, se espera que las variaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos incidan significativamente sobre la inflación en el 2007, y también es previsible que los efectos indirectos derivados de pasados incrementos de los precios del petróleo sigan ejerciendo una influencia al alza. Al mismo tiempo, la evolución de los salarios en la zona del euro ha seguido siendo moderada en los últimos trimestres, y se espera que su



crecimiento se mantenga contenido, debido, en parte, a las presiones de la competencia mundial, sobre todo en el sector manufacturero. Recientemente, la moderación salarial ha contribuido a limitar las presiones inflacionistas internas. Mirando al futuro, resulta asimismo fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades a este respecto, con el propósito fundamental de fomentar el crecimiento del empleo.

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, la 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 importante, un dinamismo de la evolución de los salarios mayor de lo esperado actualmente, debido posiblemente a los efectos de segunda vuelta derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo.

En cuanto al análisis monetario, en un contexto de abundancia de liquidez en la zona del euro, el crecimiento monetario y del crédito sigue siendo muy intenso. En concreto, la tasa de expansión interanual del crédito concedido al sector privado ha continuado incrementándose durante los últimos meses alcanzando, actualmente, cifras de dos dígitos. Asimismo, el crecimiento del crédito ha tenido un carácter más generalizado en todos los sectores y, en particular, los préstamos concedidos a hogares —especialmente los destinados a la adquisición de vivienda— y a sociedades no financieras han mostrado un crecimiento más intenso. El crecimiento monetario sigue estando estimulado fundamentalmente por la expansión de sus componentes más líquidos. Por tanto, la evolución reciente confirma que el impulso derivado de los bajos tipos de interés sigue siendo el factor determinante de la elevada tasa tendencial de la expansión monetaria observada actualmente. En conjunto, la aceleración adicional del crecimiento monetario y del crédito en este contexto sigue apuntando a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Así pues, la evolución monetaria requiere un seguimiento atento, sobre todo, en vista del fortalecimiento de la actividad económica y, en particular,

del fuerte dinamismo del precio de los activos, especialmente en los mercados de la vivienda.

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 confirma que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo continúan al alza. Algunos de estos riesgos parecen haberse intensificado a raíz de la renovada fortaleza de los precios del petróleo. Teniendo en cuenta el vigor del crecimiento monetario y del crédito, en un entorno en el que la situación de liquidez es ya holgada, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Por tanto, sigue siendo crucial 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 sostenible y a la creación de empleo. En consecuencia, resulta esencial mantener una especial vigilancia a fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios no lleguen a materializarse.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, existen indicaciones de que la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el compromiso con el cumplimiento de las reglas han mejorado desde la reforma del Pacto realizada el año pasado. Sin embargo, en algunos casos, la consecución de los objetivos fiscales representa un ritmo de saneamiento muy lento y sigue estando sujeta a considerables riesgos. Por ello, el Consejo de Gobierno apoya la intensificación de los esfuerzos de saneamiento presupuestario que permita, asimismo, aprovechar un entorno económico más favorable. El establecimiento de objetivos fiscales suficientemente ambiciosos en el marco de un programa integral de reformas estructurales contribuiría a reducir con mayor rapidez los ratios de déficit y de deuda, lo que resulta decisivo para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas estrategias mejorarían también la confianza en las perspectivas de la economía de la zona del euro.

En relación con las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno reitera la importancia de aplicar reformas estructurales de gran alcance orientadas a garantizar la apertura, la competitividad y el buen funcionamiento de mercados de trabajo y de productos, entre las que se incluye el fomento de la flexibilidad de los precios y los salarios, así como la creación de un entorno favorable para la inversión y la innovación. El comportamiento reciente de los precios del petróleo ha puesto de relieve, una vez más, la necesidad de estas reformas, que mejorarían la fortaleza de la economía de la zona del euro ante perturbaciones externas. Existe un consenso amplio y firme en cuanto a que la apertura y la flexibilidad resultan beneficiosas para promover el crecimiento y el empleo y a que ha llegado el momento de llevar a la práctica los planes de reforma acordados y de reforzarlos en

los casos que sea preciso. Impulsando reformas estructurales ambiciosas, los países de la zona del euro también respaldarán la actual recuperación económica.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero ofrece una descripción actualizada de los trabajos en curso del BCE referidos al seguimiento y a la evaluación del progreso de la integración financiera europea. El segundo explica el proceso de establecimiento de una lista única de activos de garantía del Eurosistema en la zona del euro, que sustituirá el actual sistema de dos listas. El tercero presenta una panorámica de la evolución de la emisión de acciones en la zona del euro durante los últimos doce años, concediendo especial atención, a las ofertas públicas iniciales.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

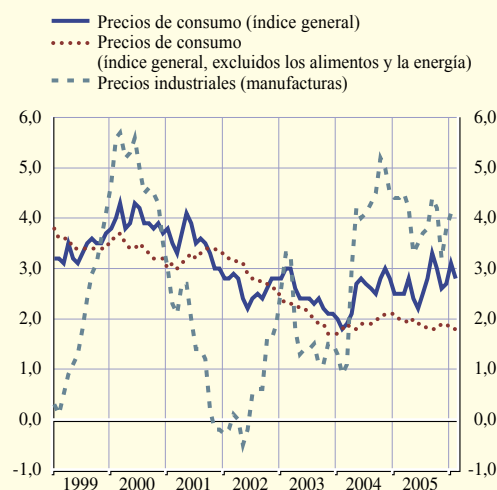
La economía mundial ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso, impulsada principalmente por Estados Unidos y China, que siguen siendo los dos principales motores de la actividad económica mundial. Las perspectivas de la economía mundial continúan siendo bastante positivas, respaldadas por las favorables condiciones de financiación y la solidez de los beneficios empresariales, una imagen que se refleja en los indicadores adelantados de los países industrializados. Los principales factores de riesgo para estas favorables perspectivas siguen estando asociados a la renovada presión sobre los precios de la energía y a la persistencia de los desequilibrios mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial ha continuado su expansión a un ritmo vigoroso. El crecimiento económico tanto en Estados Unidos como en China, los dos principales motores de la actividad mundial, aumentó en el primer trimestre del 2006. La actividad en el sector de manufacturas creció, a nivel mundial, a una tasa relativamente sólida. Aunque el crecimiento de la producción industrial en los países de la OCDE se redujo ligeramente en enero, los datos disponibles por países, confirmados por la evidencia de las encuestas, sugieren un posterior aumento. Al mismo tiempo, el comercio internacional muestra un renovado vigor. Por lo que respecta a la evolución de los precios, si bien las presiones al alza derivadas de la subida de los precios del petróleo son claramente evidentes en la inflación general medida por los precios de consumo, en los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía mantiene una ligera tendencia a la baja, debido posiblemente al impacto sostenido de la intensa competencia mundial, especialmente en el sector manufacturero (véase gráfico 1).

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones preliminares indican que, en el primer trimestre del 2006, el PIB real creció a un ritmo vigoroso del 4,8% en tasa intertrimestral anualizada. La fuerte expansión del PIB real se vio favorecida en su totalidad por la demanda interna, como resultado fundamentalmente del fuerte crecimiento del gasto en consumo personal (mientras que la tasa de ahorro siguió siendo negativa, situándose en el -0,5% de la renta disponible) y del gasto en inversión empresarial (predominantemente en bienes de equipo y *software*). La demanda exterior neta continuó siendo un lastre para el crecimiento, y el sólido crecimiento de las exportaciones quedó contrarrestado por el crecimiento de las importaciones.

La notable expansión del PIB real observada en el primer trimestre del 2006 podría deberse, en parte, a un repunte tras la desaceleración causada por el huracán Katrina. No obstante, se espera que se mantenga el crecimiento de la producción y el gasto, aunque a un ritmo más moderado que en el primer trimestre del año. Para el segundo trimestre, los indicadores recientes sugieren fuertes aumentos del gasto de consumo y del gasto empresarial. Examinando los datos con más detalle, se observa que en marzo las

ventas del comercio al por menor y de vehículos de motor, combinadas con las encuestas más recientes de opinión de los consumidores, parecen ser coherentes con los incrementos sostenidos del gasto en consumo personal. Además, el hecho de que las nuevas solicitudes de prestaciones por desempleo se mantengan en niveles bajos y el notable crecimiento del empleo deberían tener un efecto positivo sobre la renta. Al mismo tiempo, los resultados de una encuesta sobre los planes de gastos de capital de las empresas, realizada a finales del año pasado, indican que el 2006 podría ser otro año de vigoroso crecimiento del gasto en instalaciones y bienes de equipo. El aumento en marzo de los nuevos pedidos de bienes de equipo básicos reafirma estos resultados.

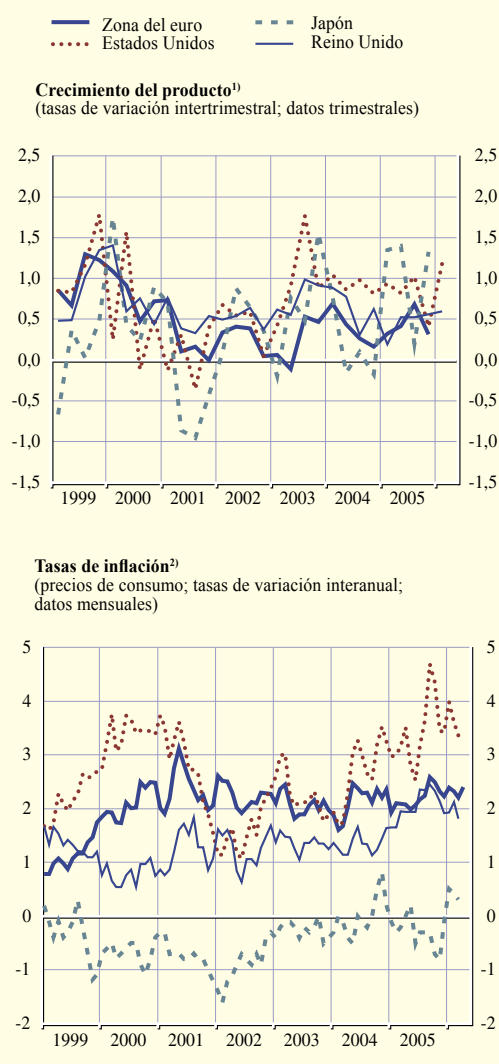
La inflación interanual se moderó ligeramente hasta el 3,4% en marzo, desde el 3,6% registrado en febrero, mientras que la inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 2,1%. Las expectativas de inflación parecen estar contenidas y los incrementos salariales continúan siendo moderados de momento. No obstante, la mayor utilización de la capacidad productiva y las posibles tensiones en el mercado de trabajo podrían, en el futuro, traducirse en presiones más intensas sobre los precios, especialmente si vienen acompañadas de nuevas subidas de los precios de la energía.

Por lo que respecta a la política monetaria, el 28 de marzo de 2006, en su última reunión antes de la fecha de cierre de este Boletín Mensual, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar, por decimoquinta vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 4,75%. En el comunicado de prensa emitido al término de la reunión, el Comité señalaba que «quizá sea necesario seguir ajustando al alza la política monetaria».

JAPÓN

En Japón, la actividad económica sigue recuperándose. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón de marzo del 2006 confirman la favorable evaluación del estado de la economía japonesa por parte del sector empresarial nacional. En particular, el índice de difusión de la situación económica de las grandes empresas manufactureras —históricamente un indicador fiable de la evolución del ciclo económico— confirmó que una proporción mayor de empresas encuestadas consideran favorable la

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
 1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
 2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

situación actual. Al mismo tiempo, el índice registró un ligero descenso por primera vez en cuatro trimestres. Los datos por sectores sugieren que ese ligero descenso podría reflejar el efecto moderador de los elevados precios del petróleo y de las materias primas sobre la confianza empresarial en algunos sectores que hacen un uso intensivo de la energía y se basan en las materias primas. De cara al futuro, se prevé que la economía japonesa mantenga su expansión a un ritmo vigoroso, respaldada por el sólido crecimiento de la demanda interna y el actual repunte de las exportaciones.

Los precios de consumo siguen aumentando con moderación. En marzo del 2006, el IPC general creció un 0,3% en tasa interanual, mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, se incrementó un 0,5%. En este último caso, ese incremento representa el quinto aumento mensual consecutivo de la tasa interanual. No obstante, el crecimiento interanual de los precios de consumo fue más limitado en el caso del IPC excluidos los alimentos y la energía (0,2%), de lo que se deduce que la evolución reciente de los precios de consumo refleja, hasta cierto punto, el efecto del alza de los precios del petróleo.

En su reunión de 28 de abril, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en cero, el tipo de interés básico, es decir, el tipo oficial a un día sin garantías.

REINO UNIDO

Según las estimaciones provisionales para el Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real el primer trimestre del 2006 fue del 0,6%, es decir, sin variación con respecto al trimestre anterior. El crecimiento aumentó en la producción manufacturera y se moderó en el sector servicios. Dada la atonía de las ventas del comercio al por menor, se estima que el consumo de los hogares se ha atenuado en los tres primeros meses del año. La tasa de paro ha seguido aumentando hasta situarse en el 5,1%, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta febrero del año en curso. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la media de tres meses de los salarios (excluidos los componentes salariales variables) siguió siendo bastante moderado. Se prevé que el crecimiento del PIB real se afiance a lo largo del año, y que la mayor contribución provenga del consumo privado. Los datos de las encuestas también apuntan a un buen comportamiento de las exportaciones.

La inflación medida por el IAPC se redujo hasta el 1,8% en marzo desde el 2% registrado en febrero. Las menores contribuciones de los precios de los alimentos, las bebidas no alcohólicas y el transporte compensaron con creces el aumento de las facturas del gas y la electricidad. Los precios de la vivienda han seguido recuperándose: según el índice Halifax, la tasa de crecimiento interanual fue del 7,4% en marzo.

En su reunión de 4 de mayo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó a favor de mantener el tipo de interés oficial —el tipo *repo*— en el 4,5%.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto aumentó o siguió siendo vigoroso en el cuarto trimestre del 2005, y las perspectivas continúan siendo favorables. En general, se prevé que la inflación, medida por el IAPC, aumente gradualmente a medio plazo, si bien seguirá siendo relativamente moderada en algunos países.

En Suecia, la actividad económica continuó siendo favorable, a pesar de una cierta moderación en el cuarto trimestre del 2005. El crecimiento del PIB real se vio respaldado, principalmente, por la demanda interna. En Dinamarca, el crecimiento del PIB real se estancó en comparación con el trimestre anterior, ya que se redujo el consumo privado y la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa. La inflación, medida por el IPAC, se elevó ligeramente en Suecia, hasta el 1,5%, en marzo. En Dinamarca, la inflación se redujo hasta el 1,8%, debido en gran medida a la evolución de los precios de



los bienes. Las presiones inflacionistas continuaron siendo moderadas en ambos países, como consecuencia de la intensa competencia en el sector del comercio al por menor y de la moderación de los incrementos salariales.

En la República Checa, Hungría y Polonia, las tres economías más grandes de Europa central, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el último trimestre del 2005, y los indicadores disponibles sugieren que la dinámica subyacente también fue favorable en el primer trimestre del 2006. El crecimiento del producto en estos tres países se ha apoyado cada vez más en la demanda exterior neta, a medida que se ha ido recuperando la demanda externa. Si bien la inflación medida por el IAPC se mantuvo estable en marzo en la República Checa y Polonia (2,4% y 0,9%, respectivamente), en Hungría aumentó hasta el 2,4%, a pesar de una nueva desaceleración de los precios de la energía en comparación con un año antes.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento siguió superando las expectativas en el primer trimestre del 2006 en un entorno de favorables condiciones en los mercados financieros y de mantenimiento de las políticas macroeconómicas acomodaticias. La demanda interna se fortaleció aún más en las principales economías de la región y repuntó el crecimiento de las exportaciones. A pesar de los incrementos de los precios del petróleo, la inflación general y la inflación subyacente medida por los precios de consumo continuaron siendo en general moderadas en marzo en toda la región.

En China, el crecimiento del PIB real aumentó un 10,2% en tasa interanual en el primer trimestre del 2006, la tasa más alta de los tres últimos años. Las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas, con una inflación interanual, medida por el IPC, del 0,8% en marzo. El consumo continuó siendo vigoroso en marzo y la inversión se fortaleció aún más, gracias al sólido crecimiento del crédito interno y de la oferta monetaria. El 27 de abril, el Banco Central de la República Popular China elevó en 27 puntos básicos el tipo de interés de referencia, es decir, el tipo de los préstamos a las entidades financieras, hasta situarlo en el 5,85%, siendo éste el primer incremento que realiza desde octubre del 2004. En Corea del Sur, el crecimiento del PIB real también aumentó en el primer trimestre del 2006 hasta el 6,2%, desde el 5,3% registrado en el trimestre anterior, mientras que la inflación siguió siendo moderada.

De cara al futuro, las perspectivas económicas de las economías emergentes de Asia siguen siendo bastante favorables, estimuladas por la mejora sostenida de la demanda interna y una cierta recuperación del crecimiento de las exportaciones. Las nuevas subidas de los precios del petróleo y el exceso de inversiones en algunos sectores en China continúan siendo dos importantes riesgos a la baja para estas perspectivas, en general, favorables.

AMÉRICA LATINA

En lo que respecta a América Latina, se ha mantenido el dinamismo de la actividad económica en Argentina, con un crecimiento de la producción industrial del 7,5% en marzo en comparación con un año antes. Sin embargo, la inflación persistente, que registró una tasa interanual del 11,1% en el mismo mes, sigue siendo un motivo de preocupación en este país. En Brasil y México, la inflación interanual mantuvo una tendencia descendente, reduciéndose en marzo hasta el 3,4% y el 5,3%, respectivamente. Los indicadores disponibles sugieren que estas economías permanecen en una fase de recuperación económica, habiéndose registrado en febrero en ambos países una expansión de la producción industrial del 5,4% en comparación con un año antes. La relajación de la política monetaria continuó durante el mes de abril, con sendos recortes de los tipos de interés de referencia, por parte de las autoridades monetarias, de 25 puntos básicos (hasta el 7%) en México y de 75 puntos básicos (hasta el 15,75%) en Brasil.

Las perspectivas económicas del conjunto de la región siguen siendo positivas a corto plazo y se espera una aceleración de la actividad económica en las principales economías en un entorno exterior y financiero favorable.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

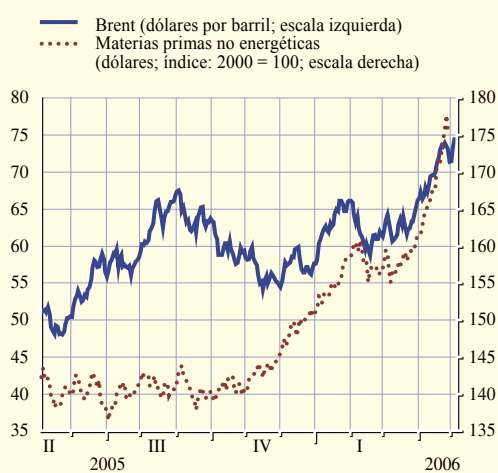
Tras una breve pausa en febrero, los precios del petróleo iniciaron una nueva escalada en marzo y abril (véase gráfico 3). El 3 de mayo, el precio del barril de Brent alcanzaba un nuevo máximo histórico de 74,4 dólares estadounidenses, un 28% más alto que a principios de año. A diferencia de la subida observada en el 2004, cuando los precios del crudo se vieron impulsados principalmente por un aumento imprevisto de la demanda de petróleo y la consiguiente reducción de la capacidad excedente a lo largo del proceso de producción, el último incremento ha sido provocado, fundamentalmente, por preocupaciones relacionadas con la oferta en un momento en que las variables fundamentales del mercado de petróleo ya están sometidas a tensiones. Los desórdenes civiles en la región del Delta en Nigeria, zona rica en petróleo, han afectado a la producción del país. El uso intensivo de las existencias de petróleo en Estados Unidos ha exacerbado la presión al alza sobre los precios, a medida que han surgido inquietudes respecto a la suficiencia de los suministros de gasolina de cara al pico de demanda del verano. Otro factor muy importante que se ha sumado a la presión sobre los precios ha sido el empeoramiento de la situación geopolítica. En particular, la evolución reciente respecto a los planes nucleares de Irán, unida a las especulaciones sobre las sanciones contra este país y sus repercusiones en los mercados de petróleo ha aumentado la preocupación respecto a la seguridad de los futuros suministros. De cara al futuro, dada la limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción de petróleo, es probable que los precios del crudo sigan siendo sensibles a cambios imprevistos en el equilibrio entre la oferta y la demanda y en el entorno geopolítico.

Los precios de las materias primas no energéticas también se han incrementado considerablemente en los últimos meses. El incremento ha tenido su origen, principalmente en los precios de los metales, ya que todos los principales metales industriales han registrado subidas importantes de precio como consecuencia de una demanda sólida y sostenida, del limitado crecimiento de la producción y de los bajos niveles de existencias. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en abril un 17%, aproximadamente, por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En conjunto, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo positivas. Las favorables condiciones de financiación —incluidos los bajos tipos de interés a largo plazo, los reducidos diferenciales de crédito y de los mercados emergentes y la saneada situación de los beneficios empresariales— deberían respaldar la economía mundial. Estas perspec-

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

tivas relativamente favorables se confirman con el nuevo aumento que registró en febrero la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE, que mantiene así la tendencia al alza observada desde abril del 2005.

Los riesgos para estas perspectivas siguen inclinándose un tanto a la baja. Los precios de la energía, en particular, continúan siendo uno de los principales factores de riesgo para las perspectivas mundiales, como se ha puesto de manifiesto con la reciente subida de los precios del petróleo hasta máximos históricos. Los consiguientes riesgos para la actividad mundial podrían verse exacerbados por el hecho de que la presión al alza sobre los precios del petróleo tiene cada vez más su origen en factores relacionados con la oferta. La persistencia de los desequilibrios económicos mundiales también representa un riesgo a la baja.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En marzo del 2006, el crecimiento interanual de M3 ascendió hasta el 8,6%, la tasa más elevada desde julio del 2003. Los reducidos tipos de interés siguieron siendo el factor determinante de la evolución monetaria y del crédito. Al mismo tiempo, no parece que el crecimiento de M3 se haya moderado de nuevo, como consecuencia de la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera. En un entorno de liquidez ya abundante, el intenso crecimiento monetario y del crédito apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Por tanto, es necesario realizar un atento seguimiento de la dinámica monetaria, especialmente a la vista del fortalecimiento de la actividad económica y de la sólida evolución del precio de los activos.

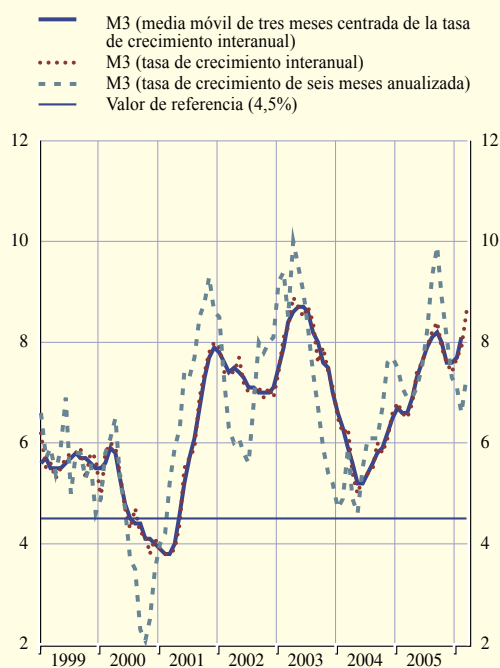
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 ascendió hasta el 8,6% en marzo (desde el 7,9% de febrero), un nivel observado por última vez a mediados del 2003. Este nuevo fortalecimiento invirtió totalmente la moderación observada en el último trimestre del 2005. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 en el período comprendido entre enero y marzo del 2006 se situó en el 8,1%, en comparación con el 7,7% del período transcurrido entre diciembre del 2005 y febrero del 2006 (véase gráfico 4). La solidez del crecimiento de M3 también fue patente en su evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que se incrementó en 0,7 puntos porcentuales, hasta el 7,3%, en marzo.

Los datos monetarios correspondientes a marzo siguen indicando que el principal factor impulsor del crecimiento de M3 son los reducidos tipos de interés vigentes. Esto supone un contraste con respecto al período anterior de intenso crecimiento de M3, que se vio favorecido, fundamentalmente, por los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios durante el período de mayor incertidumbre económica y financiera observado entre el 2001 y mediados del 2003. Evidencia que confirma el destacado papel desempeñado por los bajos tipos de interés a la hora de estimular el actual crecimiento de M3 ha sido la importante contribución del agregado estrecho M1 al crecimiento interanual de M3, del lado de los componentes, y del de las contrapartidas, el nuevo fortalecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado. La moderación del crecimiento de M3 atribuible a la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera observados en el cuarto trimestre del 2005, no pareció continuar en marzo. Esto puede haber sido contrarrestado, en parte, por una mayor preferencia por activos de la zona del euro por parte de inversores internacionales y por un aumento de la inversión en depósitos y valores bancarios a más corto plazo por los residentes en la zona, en un entorno de tipos del interés del mercado monetario en alza.

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

Como consecuencia del intenso crecimiento del dinero y del crédito en los últimos trimestres, la liquidez sigue siendo abundante en la zona del euro, lo que apunta a riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo si una parte considerable de la abundancia de liquidez se transformara en dinero para transacciones en un entorno de mejor clima económico y de recuperación de la economía real. Por otra parte, el acusado crecimiento monetario y del crédito también conlleva la necesidad de seguir atentamente la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en marzo fue resultado, en particular, de la mayor contribución de los instrumentos negociables. En cambio, la de los componentes más líquidos de M1 se mantuvo prácticamente estable. No obstante, la contribución de M1 fue muy superior a la de los otros componentes de M3. Si se consideran los componentes de M1, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se vio más o menos compensada por la reducción de la tasa de crecimiento del efectivo en circulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se elevó, como consecuencia del nuevo fortalecimiento del crecimiento de los depósitos a plazo (depósitos a plazo hasta dos años), lo que se compensó, aunque sólo en parte, con el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). En conjunto, el crecimiento de las tenencias de depósitos a corto plazo continuó siendo intenso, reflejando el reducido coste de oportunidad de mantener estos activos en un entorno de tipos de interés reducidos (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se elevó considerablemente en marzo. Aunque este aumento se debió a la mayor contribución de todas las categorías de instrumentos negociables, la magnitud del crecimiento varió notablemente. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años se elevó sustancialmente, hasta

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 Feb	2006 Mar
M1	48,4	9,8	11,2	10,9	10,3	9,9	10,1
Efectivo en circulación	7,4	17,3	16,0	14,8	13,4	13,6	12,4
Depósitos a la vista	41,0	8,5	10,4	10,2	9,8	9,3	9,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,6	5,1	5,5	5,9	6,8	7,3	7,8
Depósitos a plazo hasta dos años	16,0	2,7	4,6	6,5	9,8	11,2	12,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,6	6,6	6,0	5,3	4,6	4,6	4,3
M2	86,0	7,5	8,4	8,5	8,6	8,7	9,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,0	4,4	5,5	3,8	3,5	3,6	6,1
M3	100,0	7,1	8,0	7,8	7,9	7,9	8,6
Crédito a residentes en la zona del euro		6,6	7,0	7,9	8,7	8,8	9,4
Crédito a las Administraciones Públicas		2,1	1,2	2,6	2,5	1,8	1,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,8	-1,0	0,4	1,2	0,9	1,5
Crédito al sector privado		7,8	8,6	9,4	10,4	10,7	11,5
Préstamos al sector privado		7,6	8,4	8,9	10,0	10,4	10,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,6	10,0	9,4	8,6	8,5	8,5

Fuente: BCE.

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

el 45,1%. La positiva evolución de los mercados de renta variable puede haber contribuido a esta expansión, muy rápida, favoreciendo una dinámica demanda de los denominados productos estructurados (instrumentos que combinan derivados relacionados con acciones y valores distintos de acciones más tradicionales), y también puede ser consecuencia de cierta actividad de sustitución de valores distintos de acciones a corto plazo por valores distintos de acciones a más largo plazo, en un entorno de expectativas de subidas de los tipos de interés a corto plazo. Por otro, las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario no aumentaron en comparación con hace un año. Aunque la evolución de estos activos líquidos y seguros, que los hogares y las empresas mantienen con el fin de «aparcar» liquidez en épocas de mayor incertidumbre, se ha mantenido moderada en los dos últimos meses, no se produjeron nuevas salidas de estas participaciones, como se observó en el período comprendido entre octubre del 2005 y enero del 2006.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo del sector privado y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (excluido el Eurosistema), que constituyen la mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor, se elevó en marzo, como consecuencia, en gran medida, de la mayor contribución de otros intermediarios financieros no monetarios que, en parte, invirtió la moderación de la acumulación de depósitos observada en el cuarto trimestre del 2005. La contribución de los hogares siguió siendo la más importante entre los distintos sectores privados, y se incrementó ligeramente en marzo, mientras que la de las sociedades no financieras descendió levemente.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En lo que respecta a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se fortaleció de nuevo y se situó en el 10,8% en marzo, la más elevada desde la introducción del euro, en 1999, desde el 10,4% del mes precedente (véase el recuadro 1, titulado «Evolución a largo plazo de los préstamos al sector privado»). La intensa demanda de préstamos fue prácticamente generalizada en el sector privado, reflejo del impacto positivo de los reducidos tipos de interés y, posiblemente, de las mejores perspectivas económicas.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN A LARGO PLAZO DE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

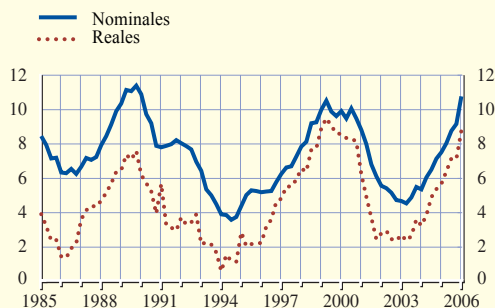
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar en los primeros meses de este año, hasta situarse en el 10,8% en marzo del 2006. Estas elevadas tasas de crecimiento se corresponden con las observadas en el punto más alto de anteriores ciclos de crédito. En este recuadro se analiza la evolución a más largo plazo de los préstamos al sector privado y su correlación con otras dos variables macroeconómicas fundamentales —la actividad económica y el dinero— para determinar si el actual período de fuerte crecimiento de los préstamos difiere acusadamente en su naturaleza de los observados en el pasado.

El crecimiento actual de los préstamos al sector privado es elevado desde una perspectiva histórica

Al examinar la evolución a largo plazo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado en la zona del euro pueden distinguirse dos grandes ciclos. El primero se extiende desde un mínimo registrado a mediados de la década de los ochenta hasta un mínimo observado a mediados de los noventa, con un máximo cercano al 12% en 1989. El segundo ciclo abarca desde mediados de

Gráfico A Préstamos de las IFM al sector privado

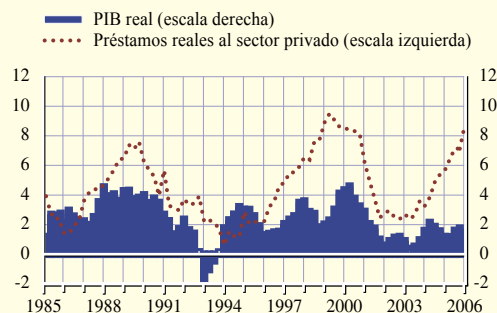
(tasas de variación interanual; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario; datos trimestrales)



Fuente: BCE.
Nota: Las series reales se han obtenido deflactando la serie nominal por el deflactor del PIB.

Gráfico B Préstamos de las IFM al sector privado y PIB real

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



Fuente: BCE.

los años noventa hasta los primeros años de la década del 2000, con un máximo de casi un 11% en 1999. Tras un fortalecimiento sostenido desde mediados del 2003, el crecimiento de los préstamos a principios del 2006 alcanzó magnitudes similares a las observadas en los períodos de auge anteriores (véase gráfico A).

La imagen de un crecimiento históricamente alto también se hace presente al examinar la evolución de los préstamos reales, es decir, tomando en consideración la evolución de la inflación. Aunque el crecimiento interanual de los préstamos reales, que se sitúa en torno al 8%, es actualmente algo inferior al máximo observado en 1999, es claramente más alto que el observado cuando se registró el máximo de 1989. A este respecto, hay que tener presente que el nivel de los tipos de interés, tanto nominales como reales, es actualmente mucho más bajo que los observados a finales de la década de los noventa.

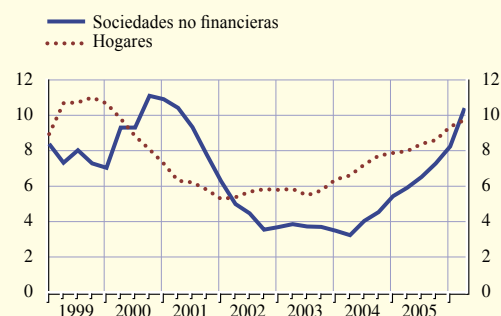
El elevado crecimiento actual de los préstamos es paralelo a un crecimiento moderado del PIB

Considerando la correlación entre el crecimiento de los préstamos al sector privado y el crecimiento de la actividad económica agregada se observa, conforme a la teoría del ciclo económico, que entre estas dos variables existe una relación amplia, aunque no estrecha en términos interanuales. Por ejemplo, los máximos observados en el crecimiento de los préstamos reales en 1989 y en 1999 coincidieron con períodos en los que el crecimiento del PIB real también alcanzó un máximo, mientras que los mínimos observados en el crecimiento del PIB real en los primeros años de las décadas de 1990 y del 2000 coincidieron más o menos con períodos de crecimiento moderado de los préstamos (véase gráfico B).

En este contexto, el hecho de que en los últimos trimestres se hayan vuelto a registrar tasas de crecimiento de los préstamos históricamente altas puede resultar algo sorprendente, dado que, en la actual fase de recuperación, el crecimiento del PIB real en la zona del euro ha seguido siendo muy inferior a las tasas observadas en anteriores períodos de auge del crecimiento de los préstamos reales. Una explicación podría ser que los factores determinantes del mayor crecimiento de los préstamos observado desde mediados del año 2003 han sido diferentes de los correspondientes a períodos anteriores.

Gráfico C Préstamos de las IFM a hogares y a sociedades no financieras

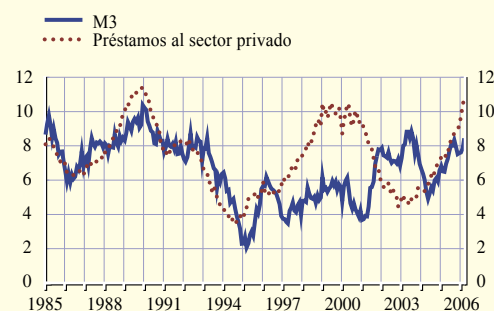
(tasas de variación interanual; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario; datos trimestrales)



Fuente: BCE.

Gráfico D Préstamos de las IFM al sector privado y M3

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



Fuente: BCE.

La evolución por sectores podría haber desempeñado un papel importante en este caso. Por ejemplo, los movimientos más amplios del crecimiento de los préstamos al sector privado suelen estar determinados, en gran medida, por la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras, que presentan un comportamiento mucho más cíclico que los préstamos a los hogares¹. Sin embargo, una característica de la evolución de los préstamos desde finales de los años noventa ha sido la amplitud relativamente grande de las oscilaciones de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares. En los cinco últimos años, el aumento del crecimiento de los préstamos totales al sector privado fue impulsado, al principio, por el mayor crecimiento de los préstamos a los hogares, que parece que estuvo relacionado con la sólida evolución de los precios de la vivienda más que con la actividad económica y la renta. El aumento de la contribución de los préstamos a las sociedades no financieras no se produjo sino hasta una etapa posterior (véase gráfico C).

La evolución del dinero muestra una relación menos estrecha con la de los préstamos que en el pasado

La concesión de préstamos al sector privado por parte de las entidades de crédito es la principal fuente de creación de dinero. De lo que se deduce que el agregado M3 y los préstamos al sector privado deberían evolucionar casi en paralelo por ser los principales componentes de las dos columnas del balance consolidado.

Esta relación era claramente visible en el primero de los dos grandes ciclos objeto del estudio, observándose una coincidencia de los máximos en el crecimiento interanual de los préstamos y de M3 a finales de la década de los ochenta, y de los mínimos a mediados de la década de los noventa (véase gráfico D). No obstante, ambas series muestran una relación mucho menos estrecha en el segundo ciclo, en el que el punto máximo del crecimiento de los préstamos, a finales de los años noventa, coincide con un crecimiento moderado de M3.

Los factores a los que podría atribuirse la relación menos estrecha entre el dinero y los préstamos desde mediados de la década de los noventa son el aumento de la globalización y los cambios estruc-

¹ Para más información sobre el comportamiento cíclico del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2004 titulado «Evolución reciente de los préstamos a las sociedades no financieras».

turales experimentados en los mercados financieros, que han tenido un impacto significativo en las dimensiones y la amplitud de los flujos internacionales de capital, que a su vez se refleja, al menos en parte, en la posición exterior acreedora neta de las IFM (una de las contrapartidas de M3)². Un ejemplo de este impacto son las fuertes salidas de capital de la zona del euro a finales de la década de los noventa, provocadas, en gran medida, por las fusiones y adquisiciones realizadas por residentes de la zona en Estados Unidos, y la posterior repatriación de estos recursos durante el período de mayor incertidumbre mundial entre el año 2001 y mediados del 2003. Esto significa que los fuertes movimientos que ha registrado el crecimiento de los préstamos se han compensado, en gran medida, con variaciones de la posición exterior acreedora neta y, por consiguiente, muestran una divergencia con respecto a la evolución del crecimiento de M3.

En general, los préstamos son objeto de un atento seguimiento como parte del análisis monetario. Ello requiere actualizar de forma constante la evaluación de su relación con la actividad económica y los agregados monetarios.

2 Respecto al impacto de los activos exteriores netos sobre M3, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de julio del 2005 titulado «Evolución reciente de los activos de las IFM».

La evolución de los préstamos de las IFM a los hogares continuó impulsada, fundamentalmente, por el acusado endeudamiento para adquisición de vivienda, que aumentó a una tasa interanual del 12,1% en marzo (en comparación con el 11,7% de febrero). En cambio, el crecimiento interanual del crédito al consumo se moderó ligeramente, aunque se mantuvo en un nivel elevado (véase cuadro 2). El fuerte endeudamiento para adquisición de vivienda es consecuencia de los reducidos tipos de interés hipotecarios vigentes en la zona del euro en su conjunto, y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. A este respecto, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2006 apuntan a la persistencia de una demanda positiva de préstamos para adquisición de vivienda, aunque menor que en la encuesta anterior. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta indicaron que había disminuido la percepción de los riesgos en cuanto a las perspectivas del mercado de la vivienda, lo que contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación del crédito (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2006»).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó de nuevo en marzo, continuando con la tendencia al alza observada desde principios del 2004. Aunque el aumento registrado ese mes fue más o menos generalizado en todos los plazos de vencimiento, fue atribuible, fundamentalmente, a un crecimiento particularmente pronunciado de los préstamos de uno a cinco años. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2006 sugieren que la elevada demanda de préstamos a empresas es reflejo de las necesidades de financiación para capital fijo, si bien la demanda relacionada con la actividad de fusiones y adquisiciones también desempeñó cierto papel.

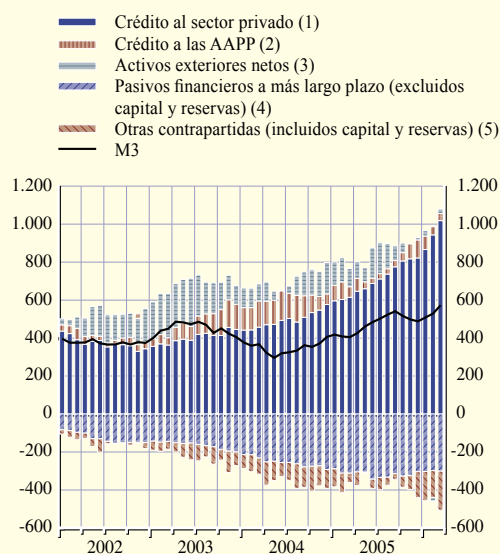
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) prácticamente no registró variaciones, situándose en el 8,5% en marzo, mientras que su evolución a más corto plazo se fortaleció. Esto confirma la opinión de que hay una persistente inclinación, por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro, a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo de la zona. Si se consideran los componentes de estos pasivos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años continuó descendiendo, lo que puede deberse a una mayor preferencia por la inversión en valores de renta variable, pero también por valores bancarios a más corto plazo incluidos en M3.

En marzo se registraron flujos positivos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM por importe de 24 mm de euros, tras registrar flujos negativos que ascendieron a 18 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta febrero (véase gráfico 5). Esta variación tuvo su origen, en gran medida, en la evolución intermensual más reciente (flujos positivos de 28 mm de euros en marzo, frente a unos flujos negativos de 33 mm de euros en febrero), y puede estar relacionada con la mayor preferencia de los inversores internacionales por activos de la zona del euro. No obstante, no se debe conceder excesiva importancia a la evolución a corto plazo de la posición acreedora neta frente al exterior, debido a la volatilidad de la serie en términos mensuales.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés favorecieron el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado, que continuaron contribuyendo al fortalecimiento del crecimiento interanual de M3. A este respecto, la elevada demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM compensó, aunque sólo en parte, la dinámica monetaria impulsada por el crédito, principalmente porque la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior no siguió causando un impacto moderador en la trayectoria de M3.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 II	2005 III	2005 IV	2006 I	2006 Feb	2006 Mar
Sociedades no financieras	41,3	6,2	7,0	7,7	9,2	9,7	10,4
Hasta un año	30,2	4,8	5,8	5,3	6,5	7,0	7,8
De uno a cinco años	17,8	6,5	6,4	8,3	11,5	12,6	14,7
Más de cinco años	51,9	6,9	7,9	8,9	10,0	10,3	10,5
Hogares²⁾	50,0	8,1	8,6	9,0	9,5	9,5	9,7
Crédito al consumo ³⁾	13,0	6,5	6,9	7,8	8,1	8,4	7,8
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	70,2	10,2	10,7	11,0	11,7	11,7	12,1
Otras finalidades	16,8	2,1	2,2	2,3	2,1	1,9	2,2
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,0	14,4	16,5	29,3	33,0	27,4	40,7
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,7	11,2	15,5	14,2	16,2	18,9	16,9

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

Recuadro 2

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

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2006¹. En el primer trimestre del 2006, los criterios de concesión se relajaron, en términos netos, en todas las categorías de préstamos. En concreto, los resultados muestran una relajación neta² algo más pronunciada de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para el crédito al consumo y otros préstamos, tras el ligero endurecimiento registrado, en términos netos, en la encuesta de enero del 2006. En el primer trimestre del 2006, las entidades participantes en la encuesta indicaron que la demanda neta³ de préstamos a empresas y a hogares fue positiva, aunque por debajo del máximo observado en la encuesta precedente.

Para el segundo trimestre del 2006, las entidades participantes esperaban una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos a empresas, un leve endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, y una relajación neta, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos. En cuanto a la demanda, las entidades esperaban un aumento de la demanda neta de préstamos a empresas y a hogares en el período comprendido entre abril y junio del 2006.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: Las entidades participantes en la encuesta señalaron que los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas habían vuelto a relajarse, en términos netos, en el primer trimestre del 2006 (hasta el -9%, desde el -4% del trimestre anterior; véase el panel a del gráfico A). Esta evolución fue consecuencia de las mejores expectativas en lo que respecta a la actividad económica general, un factor que, por primera vez desde que comenzó a realizarse la encuesta, contribuyó ligeramente a la relajación de los criterios de aprobación del crédito (véase el panel c del gráfico A). La mejora de la capacidad de las entidades de crédito para acceder a la financiación en los mercados y la presión de la competencia de otras entidades también contribuyeron a la citada relajación (véanse los paneles b y e del gráfico A). En cuanto a las condiciones de concesión del crédito, la relajación neta de los criterios de aprobación fue resultado, principalmente, de la reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios, de una nueva ampliación de los plazos de vencimiento de los préstamos o líneas de crédito, y de una disminución de los gastos excluidos intereses.

En lo que se refiere al tamaño de los prestatarios, aunque la relajación neta de los criterios de concesión aplicados a los préstamos a grandes empresas no se modificó, la correspondiente a los criterios aplicados a las pequeñas y medianas empresas fue más pronunciada. En lo que respecta al plazo de

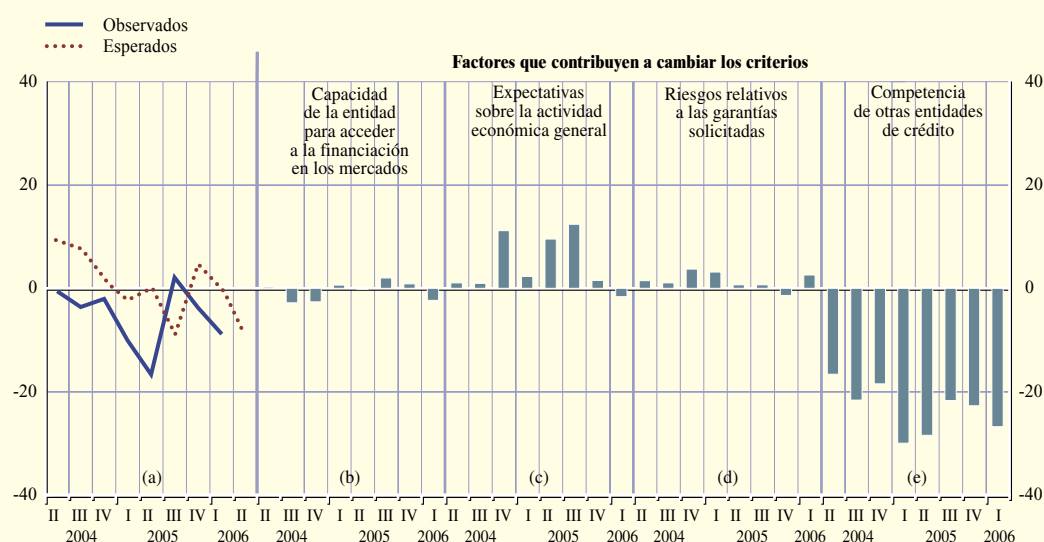
1 El 5 de mayo de 2006 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2006, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).

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

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

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

(en porcentaje neto)



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

vencimiento de los préstamos, las entidades participantes confirmaron la relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación de los préstamos a corto plazo, y también indicaron que se había observado una relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos a largo plazo.

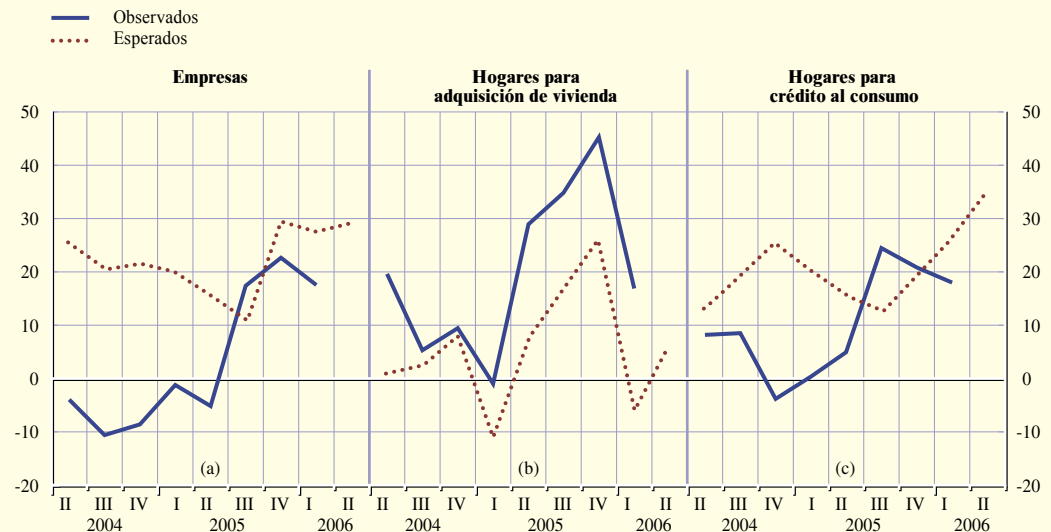
Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a empresas fue positiva, aunque se situó por debajo del máximo observado en la encuesta anterior (en el 18% en abril, en comparación con el 23% de enero; véase el panel a del gráfico B). La demanda de préstamos por parte de las pequeñas y medianas empresas registró un patrón muy similar aunque, en el caso de las grandes empresas, la demanda neta aumentó.

Según las entidades participantes en la encuesta, esta evolución estuvo relacionada, principalmente, con el mayor recurso a fuentes de financiación alternativas, como la financiación interna (esto es, mayores beneficios), o los préstamos de otras entidades. Estos dos factores, junto con la emisión de acciones, contribuyeron a moderar la evolución de la demanda. Las crecientes necesidades de financiación para capital fijo y, hasta cierto punto, para existencias y capital circulante, actuaron como factor de compensación y contribuyeron a respaldar la demanda de préstamos. De igual modo, las fusiones y adquisiciones y las reestructuraciones empresariales continuaron representando una importante contribución a la demanda de préstamos, aunque en menor medida.

Expectativas: En general, para el segundo trimestre del 2006, las entidades participantes en la encuesta seguían esperando una relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas (véase el panel a del gráfico A), con independencia del tamaño de los prestatarios y de los

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

(en porcentaje neto)



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

plazos de vencimiento. Por otra parte, las entidades esperaban una fuerte demanda neta de préstamos a empresas de todos los tamaños y a todos los plazos de vencimiento (véase el panel a del gráfico B).

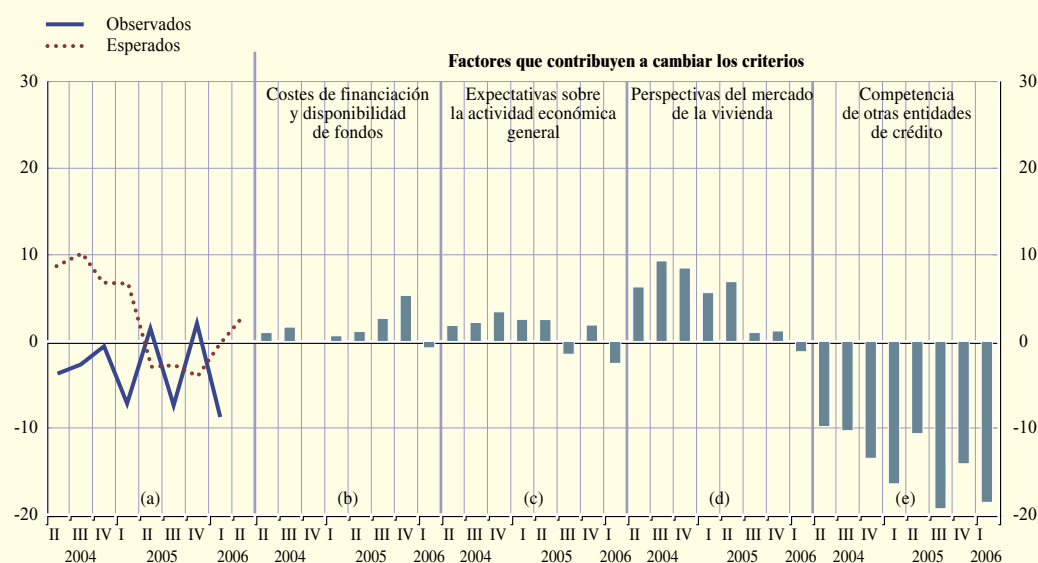
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Tras el leve endurecimiento observado, en términos netos, en el trimestre anterior, las entidades participantes señalaron que en el primer trimestre del 2006 se había producido una relajación neta de los criterios de concesión aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda (hasta el -9% en abril, desde el 2% de enero; véase el panel a del gráfico C). Esta evolución fue el resultado de una mejora general de todos los factores mencionados en la encuesta: una reducción de los costes de financiación y disponibilidad de fondos, la mayor competencia de otras entidades, y una menor percepción del riesgo en lo que respecta tanto a las expectativas relacionadas con la actividad económica general como a las perspectivas del mercado de la vivienda (véanse los paneles b a e del gráfico C). Este último factor, en particular, contribuyó ligeramente a una relajación neta de los criterios de concesión de los préstamos por primera vez desde que se inició la encuesta. La relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda —similar a la observada en el sector empresas— se debió, principalmente, a la reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios y a la ampliación de los plazos de vencimiento. Al mismo tiempo, los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se ampliaron de nuevo.

Demanda de préstamos: Según las entidades participantes, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo positiva, aunque en un nivel muy por debajo del registrado en el trimestre anterior (el 17% en abril, en comparación con el 45% de enero; véase el panel b del gráfico B).

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

(en porcentaje neto)



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

Esta evolución fue atribuible, fundamentalmente, a unas perspectivas menos favorables del mercado de la vivienda, por un lado (que, aunque se mantuvieron positivas, contribuyeron en menor medida al aumento de la demanda neta) y, por otro, al mayor recurso a fuentes de financiación alternativas en forma de ahorro de los hogares y préstamos de otras entidades.

Expectativas: Para el segundo trimestre del 2006, las entidades participantes esperaban un leve endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase el panel a del gráfico C). No obstante, las entidades esperaban un incremento de la demanda neta en ese período (véase el panel b del gráfico B).

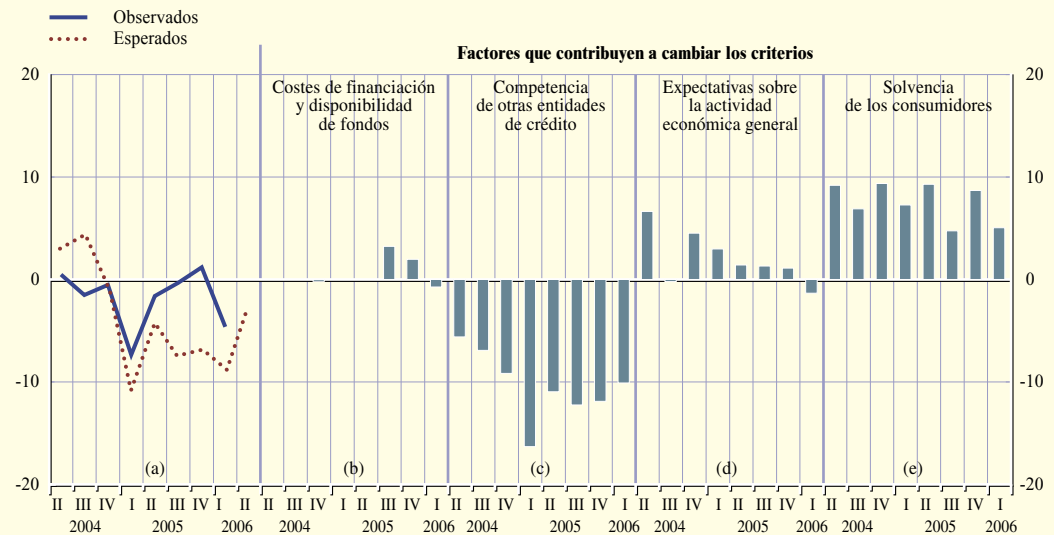
Préstamos para crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre del 2006, los criterios de concesión de préstamos para crédito al consumo y otros préstamos a hogares se relajaron, en términos netos (hasta el -5% en abril, desde el 1% de enero; véase el panel a del gráfico D).

Las entidades participantes en la encuesta mencionaron una disminución general de los costes de financiación y disponibilidad de fondos, unas expectativas más favorables en lo que respecta a la actividad económica general y la presión de la competencia de otras entidades, como los principales motivos de esta relajación. Este último factor, en particular, siguió representando la contribución más destacada a la relajación de los criterios de concesión del crédito, aunque a un nivel reducido (véase el panel c del gráfico D).

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

(en porcentaje neto)



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

Al igual que en el sector empresas y en el segmento del mercado de crédito que constituyen los préstamos para adquisición de vivienda, esta política de relajación se debió, fundamentalmente, a cambios en las condiciones de los precios. En particular, los márgenes de los préstamos ordinarios se relajaron considerablemente, mientras que los de los préstamos de mayor riesgo se endurecieron ligeramente. Todas las demás condiciones prácticamente no se modificaron en comparación con el trimestre anterior.

Demanda de préstamos: Según las entidades participantes, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se mantuvo positiva en el primer trimestre del 2006, aunque en un nivel ligeramente inferior al indicado en la encuesta anterior (en el 18%, frente al 21% de enero del 2006; véase el panel c del gráfico B). Esta evolución fue consecuencia de varios factores que apuntan en distintas direcciones, entre los que destacan, del lado positivo, un sustancial aumento del gasto en bienes de consumo duradero. No obstante, este efecto fue contrarrestado por una contribución menos positiva de la confianza de los consumidores y un mayor recurso a fuentes de financiación alternativas (en particular, préstamos de otras entidades).

Expectativas: Para el segundo trimestre del 2006, las entidades participantes en la encuesta esperaban que los criterios de la concesión del crédito siguieran relajándose, en términos netos, aunque en menor medida que en la encuesta precedente (véase el panel a del gráfico D), así como un incremento de la demanda neta de esta modalidad de préstamo (véase el panel c del gráfico B).

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En febrero del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió hasta el 7,2%, una trayectoria acorde, en general, con la tasa media de crecimiento observada desde la introducción del euro. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias y, en menor medida, por las IFM, fue elevada, la emisión por parte de las sociedades no financieras continuó siendo reducida. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció en un nivel relativamente moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo hasta el 7,2% en febrero del 2006 (véase cuadro 3). En conjunto, la tasa de crecimiento continuó estando impulsada, fundamentalmente, por la elevada emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que representaron aproximadamente el 90% del saldo vivo total de este tipo de valores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo siguió creciendo de manera pronunciada, y se situó en el 7,6% en febrero del 2006, aunque descendió ligeramente con respecto al mes precedente. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo siguió siendo moderada, a pesar de haber aumentado levemente, hasta el 3,8%, en febrero. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se ha visto favorecida, principalmente, por la pujante emisión de valores a tipo de interés variable, cuya tasa de crecimiento fue del 18,5% en febrero del 2006, en comparación con una tasa de crecimiento interanual del 4% registrada por los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo en ese mismo período. En general, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable ha estado aumentando con mayor rapidez que la de este tipo de valores a tipo de interés fijo desde principios del 2000.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Feb	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 Ene	2006 Feb
Valores distintos de acciones	10.424	7,6	7,7	7,6	7,5	7,6	7,2
IFM	4.211	10,1	9,8	10,0	9,2	9,1	8,9
Instituciones financieras no monetarias	951	11,8	17,1	19,3	21,6	24,3	26,6
Sociedades no financieras	620	2,8	4,6	2,2	3,3	3,4	2,8
Administraciones Públicas	4.643	5,5	4,9	4,5	4,3	4,1	3,2
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.354	5,1	4,5	4,1	3,9	3,7	2,7
Otras Administraciones Públicas	289	13,7	12,0	12,1	12,2	11,3	11,8
Acciones cotizadas	5.430	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2
IFM	939	2,7	2,2	2,7	2,2	1,2	1,2
Instituciones financieras no monetarias	562	1,0	2,2	2,6	3,2	3,5	3,5
Sociedades no financieras	3.929	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	0,9

Fuente: BCE.

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

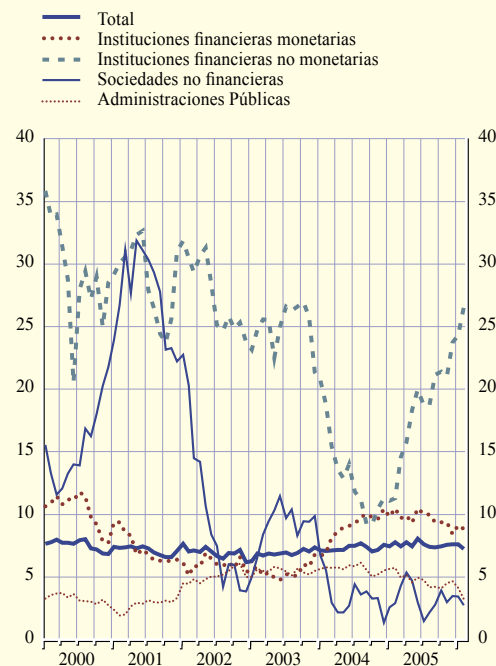
En cuanto a la actividad emisora por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras descendió hasta el 2,8% en febrero del 2006 (véase gráfico 6). Un factor que podría explicar el moderado crecimiento actual de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras es su sustitución por la financiación mediante préstamos. El recurso a los préstamos bancarios en lugar de la emisión de valores distintos de acciones parece ser especialmente pronunciado para la deuda a corto plazo. A este respecto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras se redujo de nuevo en febrero, mientras que la de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras reanudó su trayectoria alcista a partir de noviembre del 2005. Por otra parte, el relativamente elevado nivel de amortizaciones, que probablemente esté relacionado, en cierta medida, con la vigorosa actividad de emisión de valores de renta fija privada observada en el período comprendido entre 1999 y el 2001, podrían explicar la reducida actividad emisora de valores distintos de acciones que, en términos netos, se observa actualmente en lo que respecta a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM descendió ligeramente, hasta el 8,9%, en febrero del 2006, desde el 9,1% del mes precedente. La tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo intensa, sobre todo a tipos de interés variable, mientras que la de los valores distintos de acciones a tipo de interés fijo se mantuvo moderada. El acusado crecimiento de la emisión de valores distintos de deuda por parte del sector bancario es reflejo, en parte, de la demanda de financiación de las IFM resultante del relativamente vigoroso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado y, en particular, del fuerte crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó de nuevo, hasta el 26,6%, en febrero del 2006 (desde el 24,3% de enero). La muy intensa actividad emisora de este sector puede deberse a dos factores distintos. En primer lugar, es probable que una parte considerable de la emisión de este sector sea atribuible a las IFM, que están recurriendo de manera creciente a las citadas instituciones para titular parte de su cartera de préstamos, transfiriendo algunos de ellos a los mercados financieros en forma de valores distintos de acciones negociables. Al mismo tiempo, puede que las sociedades no financieras también hayan estado reemplazando parte de la emisión directa de valores distintos de acciones por la financiación indirecta a través de instituciones financieras no monetarias, como las entidades de propósito especial.

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

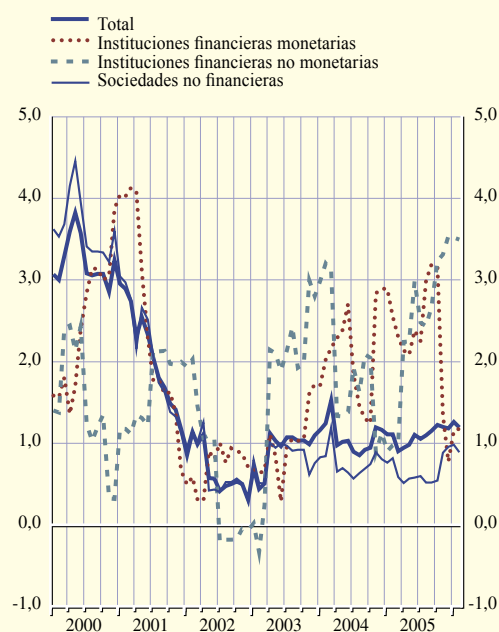
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas descendió hasta el 3,2% en febrero del 2006, desde el 4,1% de enero. Este descenso se debió, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central, desde el 3,7% de enero hasta el 2,7% de febrero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de otras Administraciones Públicas continuó incrementándose con intensidad, alcanzando el 11,8% en febrero del 2006.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona de euro se mantuvo aproximadamente en el mismo nivel que en los últimos meses, y se situó en el 1,2% en febrero del 2006. En cuanto a la actividad emisora por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan en torno a las tres cuartas partes del saldo vivo de este tipo de valores, no se modificó con respecto al mes precedente, y fue del 1,2% en febrero, lo que puso fin al ligero incremento observado desde finales del 2005 (véase gráfico 7). Uno de los principales factores que explican el crecimiento anterior de la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras ha sido la evolución de la emisión bruta mediante ofertas públicas iniciales y ofertas públicas secundarias, que se han beneficiado de los favorables resultados de los mercados de renta variable. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM no registró variaciones en relación con el mes anterior, situándose en el 1,2% en febrero del 2006.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.
Notas: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

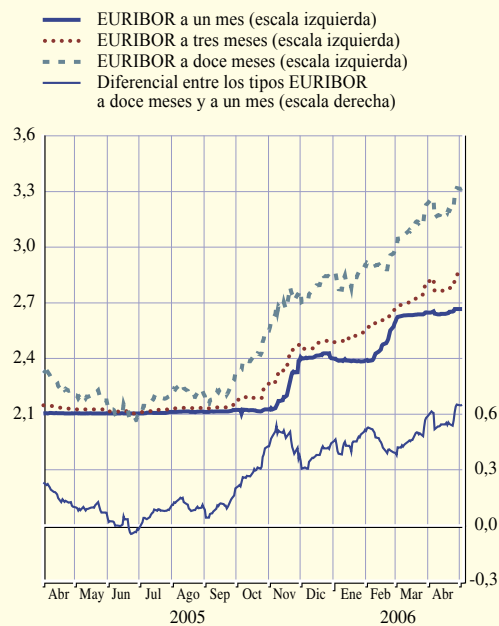
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En abril del 2006, los tipos de interés del mercado monetario se elevaron a todos los plazos, y los mayores incrementos correspondieron a los tipos a más largo plazo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el mes.

En el período comprendido entre finales de marzo y el 3 de mayo de 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se elevaron ligeramente, 2, 5, 5 y 8 puntos básicos, respectivamente. El 3 de mayo, los tipos del EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 2,67%, el 2,87%, el 3,03% y el 3,32%, respectivamente. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

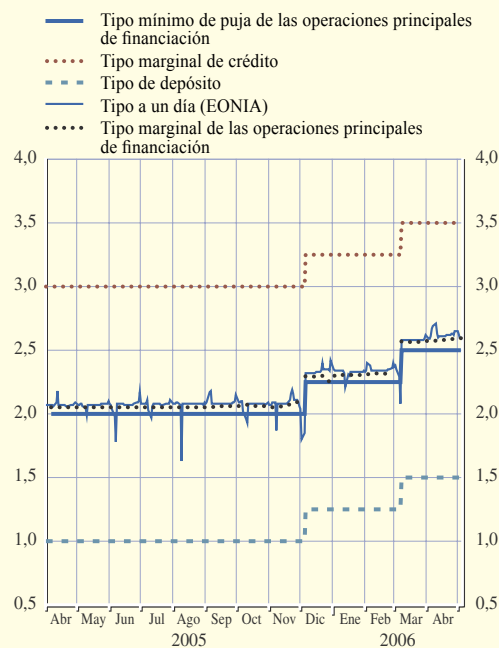
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

y a un mes aumentó de 59 puntos básicos a finales de marzo a 65 puntos básicos el 3 de mayo (véase gráfico 8).

El 3 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2006 se situaron en el 3,01%, el 3,29% y el 3,51%, respectivamente. En comparación con los niveles observados a finales de marzo, esta evolución representó un descenso de 7 y 3 puntos básicos para los contratos con vencimiento en junio y septiembre, y un incremento de 1 punto básico para el contrato con vencimiento en diciembre.

En relación con los efectos de fin de mes, el EONIA se elevó hasta el 2,62% a finales de marzo, y se incrementó algo más a principios de abril, como consecuencia de la percepción del mercado de que la situación de liquidez había pasado a ser considerablemente más restrictiva hacia finales del período de mantenimiento que finalizó el 11 de abril. La magnitud del déficit de liquidez previsto por el BCE y por los participantes en el mercado a finales del período de mantenimiento puso de manifiesto que sería necesario ejecutar una operación de ajuste de inyección de liquidez el 11 de abril. La situación restrictiva de liquidez se debió, fundamentalmente, a revisiones inusualmente importantes de los factores autónomos (por importe de 19,5 mm de euros) y a un considerable recurso neto a la facilidad marginal de crédito (6,2 mm de euros el 10 de abril). En consecuencia, el BCE realizó una operación de inyección de liquidez de 26 mm de euros el 11 de abril.

Después de que, al final del tercer período de mantenimiento del año, los tipos de interés a un día fueran relativamente elevados y volátiles, el EONIA se elevó gradualmente, hasta situarse en torno al 2,62% en el período de mantenimiento que comenzó el 12 de abril, lo que supuso una ampliación del diferen-

cial con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, a pesar de que las condiciones de liquidez fueron relativamente holgadas durante todo el período de mantenimiento (véase gráfico 9). Para contrarrestar esta ampliación del diferencial, en las dos últimas OPF del citado período de mantenimiento, el BCE volvió a aumentar ligeramente el importe adjudicado con respecto a la adjudicación de referencia publicada.

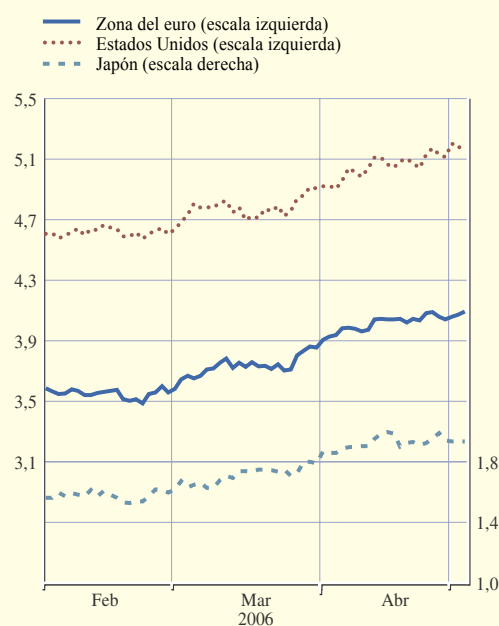
En abril, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema aumentaron gradualmente, hasta el 2,59% y el 2,60%, respectivamente. En la operación principal de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 27 de abril, la cuarta de este tipo con un volumen de adjudicación más elevado, 40 mm de euros, los tipos marginal y medio ponderado se elevaron hasta el 2,76% y el 2,78%, respectivamente, esto es, 3 puntos básicos por encima de los tipos correspondientes en la operación anterior. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de interés de las subastas cayeron 7 y 5 puntos básicos, respectivamente.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó de forma significativa en los principales mercados en el transcurso del mes de abril, como consecuencia, principalmente del incremento del rendimiento real, especialmente en la zona del euro, ante la percepción de mejores perspectivas de crecimiento.

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

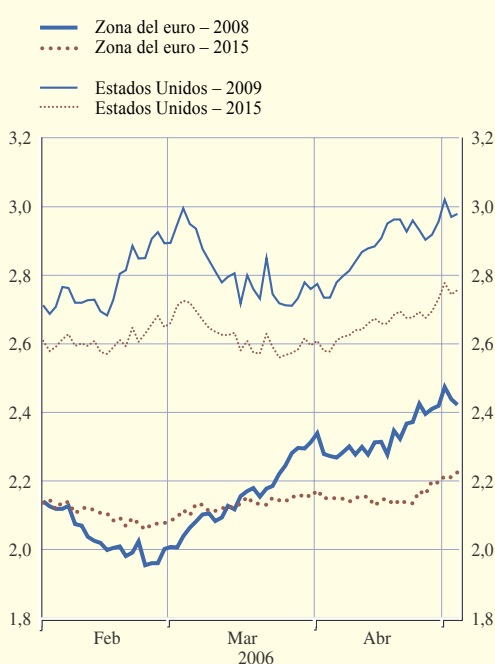


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 11 Tasas de inflación implícitas

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

to por parte de los participantes en el mercado. En general, las tasas de inflación implícita a largo plazo experimentaron un ligero ascenso, que se observó, en particular, en Estados Unidos.

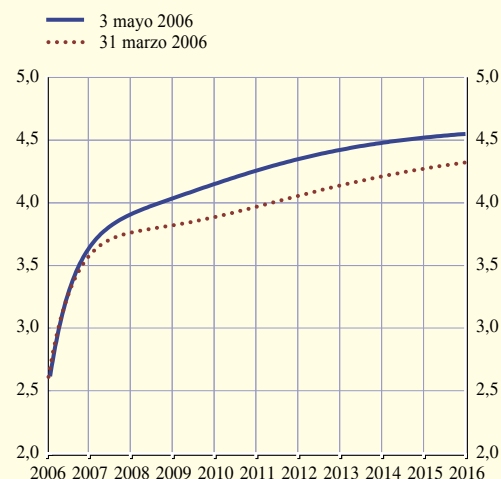
En los principales mercados de renta fija, los tipos de interés a largo plazo subieron notablemente en todos los plazos. El rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó en torno a 25 puntos básicos en la zona del euro entre finales de marzo y el 3 de mayo de 2006, fecha en la que se situó en el 4,1% (véase gráfico 10), y experimentó un incremento similar en Estados Unidos, donde alcanzó el 5,2% el 3 de mayo. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en un nivel próximo a los 110 puntos básicos el 3 de mayo. En Japón, al final del período examinado, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 1,9%, unos 15 puntos básicos por encima de los niveles de finales de marzo. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del segmento de bonos a diez años, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos, registró escasas variaciones en todos los mercados en abril.

En Estados Unidos, el ascenso del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en abril fue determinado, prácticamente en la misma medida, por dos factores: el incremento del rendimiento real de los bonos a largo plazo y la elevación de las tasas de inflación implícita. Como medida del rendimiento real de los bonos, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación aumentó casi 10 puntos básicos entre finales de marzo y el 3 de mayo. Los datos publicados tras la reunión de marzo del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal fueron percibidos por los participantes en el mercado como indicativos de un próximo final de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal, lo que generó ciertas presiones transitorias a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo. Posteriormente, la publicación de determinados datos macroeconómicos, especialmente el índice de precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, que resultó ser más alto de lo previsto, tuvo un efecto opuesto sobre el rendimiento de los bonos. Al crecer la preocupación de los inversores respecto a la formación de presiones inflacionistas en Estados Unidos, la tasa de inflación implícita a diez años se elevó unos 15 puntos básicos durante el período considerado (véase gráfico 12).

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó en abril, hasta alcanzar el nivel más alto registrado en siete años. Los tipos de interés a largo plazo repuntaron después de que el Banco de Japón anunciara el 9 de marzo que ponía fin a su política monetaria expansiva basada en objetivos cuantitativos. Pese al cambio respecto al objetivo para las operaciones del mercado monetario, el Banco de Japón ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 0%. El hecho de que los tipos de interés a más largo plazo subieran de forma generalizada durante el período analizado refleja las expectativas de los participantes en el mercado respecto a un próximo final de la política de tipos de interés cero.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimación del BCE y Reuters.

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

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a aumentar en abril, tras la publicación de datos macroeconómicos que confirmaban la opinión de que la actividad económica había cobrado impulso. Como reflejo de esta mejora, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación creció unos 15 puntos básicos en abril. Además, el incremento del rendimiento real puede considerarse también como una normalización de las primas de riesgo incorporadas en el rendimiento, tras los niveles muy reducidos observados en el 2005. Por lo que se refiere a las expectativas de inflación de la zona del euro, la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos franceses nominales y el de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2015, se elevó ligeramente durante el período examinado, situándose en el 2,2% el 3 de mayo.

Desde una perspectiva diferente, la publicación de datos generalmente favorables sobre la actividad económica y el clima empresarial han contribuido probablemente al desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro en los plazos medios a largos (véase gráfico 12). Por el contrario, la decisión del 6 de abril del Consejo de Gobierno de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE sólo tuvo un efecto moderado sobre la estructura temporal de los tipos de interés, ya que había sido anticipada por los participantes en el mercado.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

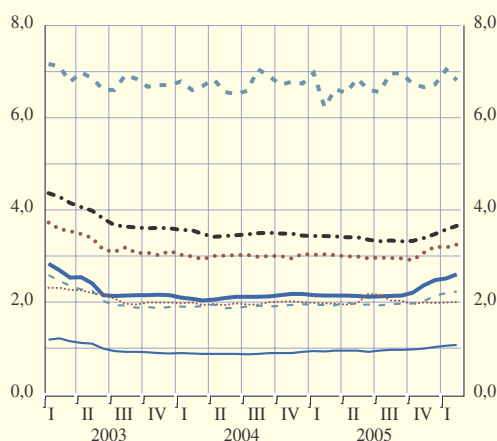
En febrero del 2006, los tipos de interés aplicados por las IFM a la mayor parte de los préstamos siguieron aumentando ligeramente, en consonancia con la evolución de los tipos de mercado similares.

En febrero del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a la mayor parte de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras continuaron elevándose, en consonancia con la evolución de los tipos de interés del mercado monetario equivalentes. No obstante, estos incrementos fueron menores que los observados en los tipos de interés a tres meses del mercado monetario (véanse cuadro 4 y gráfico 13). La principal excepción a esta tendencia fue el descenso del tipo de interés aplicado a los préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año registrado en febrero, que ha tendido a ser relativamente volátil en el tiempo. Además, en febrero del 2006, el tipo aplicado a los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares prácticamente no registró variaciones con respecto al mes precedente.

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

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

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



Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾²⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta feb 2006		
	2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 Ene	2006 Feb	2005 Feb	2005 Nov	2006 Ene
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,92	1,94	1,97	2,14	2,19	2,23	29	21	4
A plazo a más de dos años	2,38	2,21	2,06	2,21	2,44	2,32	-3	8	-12
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,96	2,17	2,02	1,98	1,98	1,99	2	0	1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,47	2,38	2,29	2,30	2,31	2,34	-15	7	3
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,94	0,92	0,96	1,02	1,05	1,07	14	8	2
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,00	2,01	2,04	2,26	2,27	2,31	27	23	4
A plazo a más de dos años	3,34	3,63	2,98	3,53	3,41	3,34	-25	3	-7
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,62	6,61	6,96	6,73	7,04	6,82	59	16	-22
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,42	3,35	3,32	3,48	3,57	3,65	22	26	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,35	4,15	3,99	4,02	4,11	4,14	-24	17	3
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,26	5,13	5,13	5,13	5,22	5,28	-1	19	6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,91	3,88	3,81	3,99	4,07	4,14	20	22	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,33	4,20	4,04	4,07	4,10	4,13	-23	14	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,01	2,94	2,94	3,20	3,18	3,24	21	17	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,04	3,89	3,87	3,95	3,96	3,98	20	0	2
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,14	2,11	2,14	2,47	2,51	2,60	46	24	9
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,49	2,07	2,21	2,80	2,86	2,97	52	24	11
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,08	2,58	2,60	3,07	3,10	3,26	29	16	16

Fuente: BCE.

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

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

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicado por las IFM ha aumentado desde septiembre del 2005, siguiendo la evolución de los tipos de interés del mercado monetario equivalentes, aunque en menor medida. A este respecto, los incrementos de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos y créditos fueron, en general, ligeramente superiores a los de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos. Las principales excepciones a estos aumentos de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM fueron el tipo de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares y el de los préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año, que descendieron 3 y 15

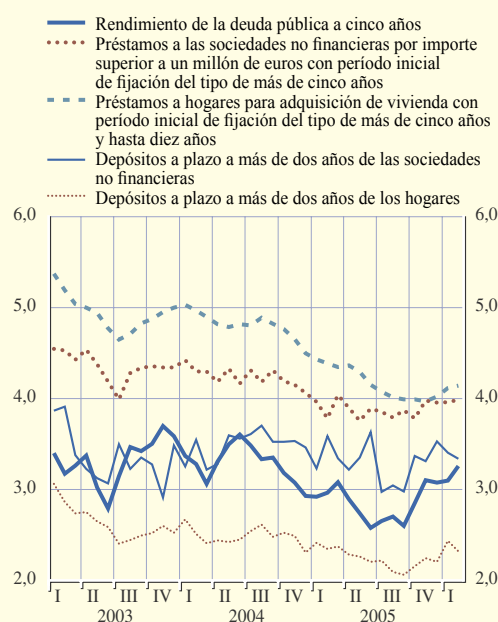
puntos básicos, respectivamente, entre septiembre del 2005 y febrero del 2006.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos se elevaron ligeramente en febrero del 2006. En cambio, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos se redujo durante el mismo período (véanse cuadro 4 y gráfico 14).

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se incrementó entre 10 y 35 puntos básicos, aproximadamente, entre septiembre del 2005 y febrero del 2006. Los aumentos más significativos se registraron en los tipos aplicados por estas instituciones a los depósitos a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras, que aproximadamente se elevaron entre 25 y 35 puntos básicos, respectivamente. En comparación, el rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años aumentó unos 75 y 65 puntos básicos, respectivamente, durante ese período. Dado que las subidas de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y créditos fueron, en general, considerablemente inferiores a las observadas en los tipos de mercado similares, los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y créditos tendieron a descender durante ese período.

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

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



Fuente: BCE.

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

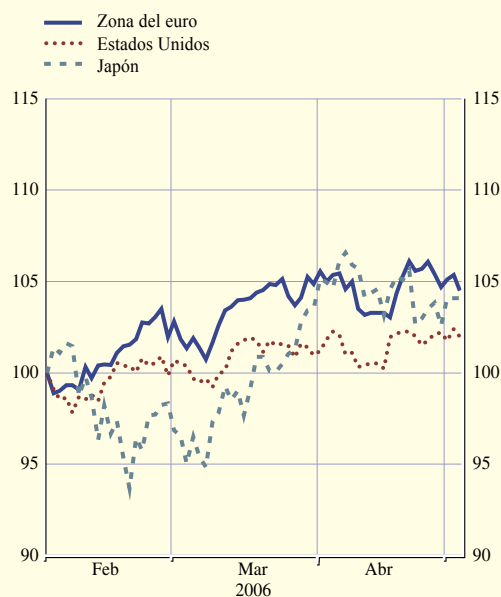
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En general, las cotizaciones bursátiles experimentaron escasos cambios en los mercados internacionales de renta variable en abril, siendo reflejo del fuerte crecimiento de los beneficios empresariales y de la elevación de los tipos de interés. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo en general estable en la zona del euro y en Estados Unidos.

La tendencia alcista de los precios de las acciones observada anteriormente en las principales economías se detuvo en abril (véase gráfico 15). Así, en la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles permanecieron en niveles cercanos a los máximos alcanzados en cinco años. En particular, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Japón, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Nikkei 225, apenas registraron variaciones entre finales de marzo y el 3 de mayo, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 1%. Al mismo tiempo, la incertidumbre de estos mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se mantuvo prácticamente estable en niveles muy reducidos en términos históricos (véase gráfico 16).

Gráfico 15 Índices bursátiles

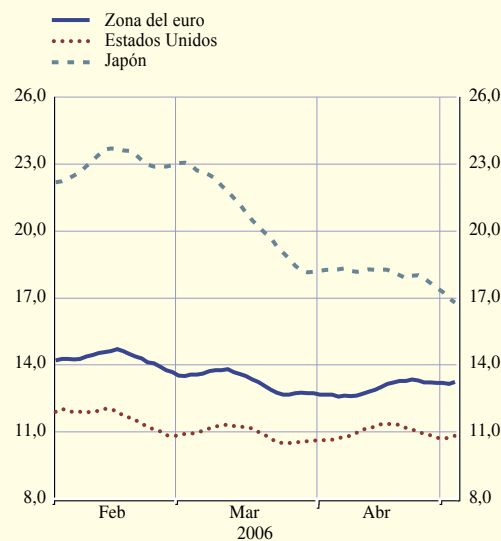
(índice: 1 febrero 2006 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

En Estados Unidos, el fuerte crecimiento observado y esperado de los beneficios empresariales influyó favorablemente en las cotizaciones bursátiles. Además, para la gran mayoría de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500, los resultados del primer trimestre superaron las estimaciones de los analistas. En el mes de abril, los participantes en el mercado empezaron a considerar que la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal podría llegar pronto a su fin, lo que redundaría en beneficio de los mercados bursátiles estadounidenses. Al mismo tiempo, el aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo, que actúa como factor de descuento a efectos de valoración de las acciones, ejerció presiones opuestas a la baja sobre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos.

En abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro siguieron reflejando los buenos resultados empresariales observados en abril y el optimismo respecto a las consecuencias positivas del mayor número de operaciones de fusión y adquisición que se estaban llevando a cabo. Según datos de abril de Thomson Financial Datastream, los analistas esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieran un 9% en los próximos tres a cinco años. Por otra parte, las estimaciones de los analistas bursátiles y de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX respecto al crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses siguieron siendo revisadas al alza, en términos netos, en abril. Al mismo tiempo, el aumento del rendimiento de la deuda pública tuvo un efecto opuesto y limitó las ganancias bursátiles. La preocupación de los participantes en el mercado acerca de los riesgos, para la actividad económica futura y para la rentabilidad empresarial, derivados de la reciente nueva escalada de los

precios del petróleo fue otro factor de posible reducción de los precios de las acciones no relacionadas con el petróleo. En línea con la reciente subida de los precios del petróleo y de otras materias primas, en abril los resultados de los sectores del petróleo, del gas y de las materias primas básicas superaron el índice bursátil general.

3 PRECIOS Y COSTES

Según las estimaciones, la inflación de la zona del euro se situó en el 2,4% en abril del 2006. Aunque, hasta el momento, las presiones inflacionistas internas han permanecido en una senda moderada, la presión de los precios de las materias primas, en particular la de los precios del petróleo, ha mantenido la inflación de la zona del euro por encima del 2%. Se espera que estas presiones y la elevada volatilidad de los precios del petróleo y de la energía sigan influyendo en las perspectivas de inflación a corto plazo. Los riesgos para la estabilidad de precios continúan siendo alcistas e incluyen nuevas subidas de los precios del petróleo, su transmisión a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, y aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos. También perdura el riesgo de crecimiento salarial mayor de lo esperado, debido a efectos secundarios, especialmente en un entorno económico más favorable.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE ABRIL DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,4% en abril, frente al 2,2% de marzo (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes del IAPC de abril, el incremento de la tasa de variación interanual del índice general puede haber sido consecuencia del aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, posiblemente originado por los efectos de base desfavorables derivados de la volatilidad estacional de los precios de las vacaciones organizadas, al tiempo que los precios de la energía pueden haber ejercido también presiones al alza. El avance de Eurostat, que recogía anteriormente las estimaciones preliminares de Bélgica, Alemania, Grecia, Italia y España, se ha ampliado ahora a nueve países de la zona del euro, al añadirse los datos de Francia en diciembre del 2005, los de los Países Bajos y Austria en marzo del 2006 y los de Luxemburgo en abril del 2006. La cobertura actual corresponde a cerca del 95% de la zona del euro, lo que incrementará la fiabilidad de los resultados.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA MARZO DEL 2006

En marzo del 2006, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó, hasta el 2,2%, desde el 2,3% de febrero. Este descenso fue resultado, principalmente, de la evolución de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados.

Por segundo mes consecutivo, en marzo la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo, en 2 puntos porcentuales, hasta el 10,5%. En tasa intermensual, los precios de la energía registraron

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2004	2005	2005 Nov	2005 Dic	2006 Ene	2006 Feb	2006 Mar	2006 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,2	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4
Energía	4,5	10,1	10,0	11,2	13,6	12,5	10,5	.
Alimentos no elaborados	0,6	0,8	1,5	1,5	2,0	1,7	0,6	.
Alimentos elaborados	3,4	2,0	2,6	1,8	1,9	1,9	2,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5	.
Servicios	2,6	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,3	4,1	4,2	4,7	5,3	5,4	5,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	30,5	44,6	47,9	48,5	52,5	51,8	52,6	57,6
Precios de las materias primas no energéticas	10,8	9,4	22,5	29,8	23,1	23,1	17,7	23,2

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

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

un moderado aumento (0,5%), similar al de febrero (0,4%). El descenso de la tasa interanual pone de relieve la elevada volatilidad de los precios del petróleo y de la energía observada en los últimos años. La contención de la inflación en los precios de la energía, en términos interanuales, responde a los favorables efectos de base derivados del fuerte incremento experimentado por los precios de la energía en el pasado mes de marzo.

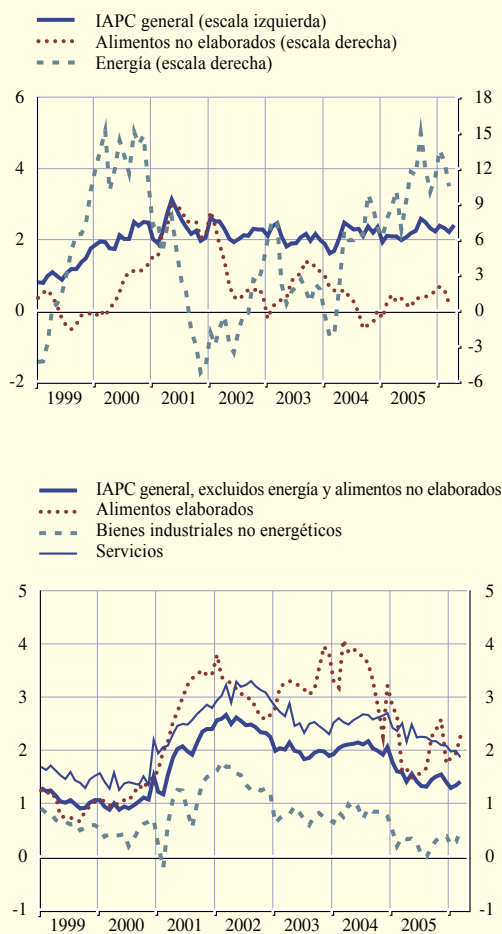
La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó en marzo, hasta el 0,6%, desde el 1,7% de febrero, como resultado, en gran medida, de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas, a la que se añadieron unos efectos de base favorables. Hasta marzo, no existen todavía evidencias de efectos significativos de la gripe aviar en los precios de los alimentos no elaborados de la zona del euro, aunque se ha venido registrando un leve aumento de la tasa de variación interanual de los precios de la carne, que pasó del 0,9% de octubre del 2005 al 1,4% de marzo del 2006. No obstante, es posible que se observe algún efecto en los próximos meses, lo que supone un ligero riesgo alcista.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía se elevó en marzo, hasta el 1,4%, desde el 1,3% de febrero (véase gráfico 17), como consecuencia del incremento de las tasas de inflación de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados experimentó en marzo un ligero repunte (hasta el 2,3%, desde el 1,9% de febrero), que se observó en varios de sus componentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó también, 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,5%, debido, en parte, a los efectos de base desfavorables derivados de un repunte post-rebajas de los precios menor de lo habitual en marzo del 2005. Aunque estos precios han subido de forma moderada, el aumento gradual que su tasa de variación interanual ha ido registrando desde enero podría también ser reflejo de efectos indirectos de los elevados costes de los bienes intermedios sobre los precios de consumo. Sin embargo, en el contexto de una fuerte competencia internacional y de una demanda de consumo relativamente moderada, hasta el momento estos efectos no parecen haberse acentuado de forma significativa.

Manteniendo la tendencia general observada en el pasado año, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios disminuyó en marzo, hasta el 1,9%. Cabe señalar que este descenso se registró de forma generalizada en la mayor parte de los componentes de servicios. La mayor reducción se observó en los servicios de comunicaciones, en los que los precios han ido bajando de forma más pronunciada a

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

partir del 2002, alcanzando el $-3,3\%$ en el primer trimestre del 2006, frente a una media del $-0,3\%$ en el 2002, y en los servicios varios (incluidos los seguros y la sanidad). Sin embargo, la inflación en los precios de los servicios de vivienda se ha mantenido bastante estable, en torno al $2,5\%$, desde el 2002, como consecuencia, en gran parte, de la evolución de los alquileres.

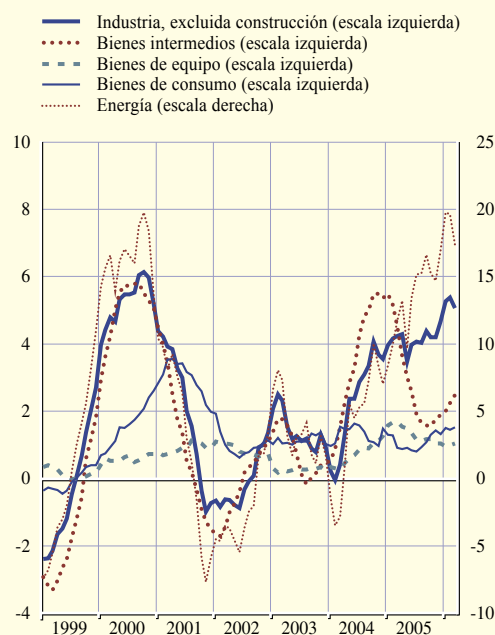
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, disminuyó en marzo del 2006, hasta el $5,1\%$, desde el $5,4\%$ de febrero (véase gráfico 18). Este descenso fue resultado, fundamentalmente, de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, a su vez determinada, en gran parte, por un efecto de base favorable. Esta evolución estuvo en consonancia con la estabilización general de los precios del petróleo en euros observada en marzo. Sin embargo, la nueva escalada de los precios del petróleo registrada recientemente sugiere que seguirá existiendo, al menos a corto plazo, un fuerte riesgo de nuevas presiones procedentes de este componente.

Entre los distintos componentes, sólo creció la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios, que se elevó en marzo por quinto mes consecutivo. Dado que estos precios están estrechamente relacionados con la evolución de los precios de las materias primas industriales, y que éstos han venido subiendo desde finales del 2004, los precios industriales de los bienes intermedios pueden verse sometidos a nuevas presiones al alza en los próximos meses. En marzo, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo y de los bienes de equipo permaneció estable, al igual que en el mes anterior, por lo que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, siguió aumentando ligeramente, por tercer mes consecutivo.

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

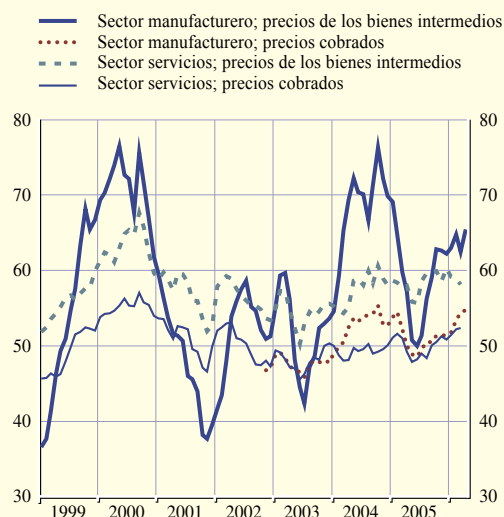
Desde una perspectiva a más largo plazo, el incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo en el cuarto trimestre del 2005 y el primero del 2006 sugiere que la presión de los precios de las materias primas puede haber comenzado a trasladarse, en parte, a las fases finales de la producción.

Por lo que se refiere a los indicadores de precios de las encuestas, según NTC Economics, tras descender por breve tiempo en marzo, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero se elevó en abril hasta $65,5$ (véase gráfico 19). Esta subida fue reflejo, en gran medida, de la evolución de los precios de la energía, que permanecieron bastante estables en febrero y marzo, y repuntaron en abril. La elevación del índice de precios de los bienes intermedios desde mediados del 2005, probablemente relacionada no sólo con el alza de los precios de la energía sino también con el repunte de

los precios de las materias primas industriales observado desde comienzos del 2005, sugiere un notable incremento de la presión de los bienes intermedios sobre los costes en el sector manufacturero. Al mismo tiempo, el índice de precios cobrados en el sector manufacturero se situó en 54,8, su nivel más alto desde octubre del 2004, lo que sugiere que en los últimos meses las empresas han ido trasladando cada vez más el aumento de los costes de los bienes intermedios a los consumidores. A la hora de redactar el presente comentario, no se disponía de datos de las encuestas de abril para los precios de los servicios. Según el índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios, la inflación en los precios de los bienes intermedios se redujo levemente en marzo, en comparación con el mes anterior, mientras que el correspondiente indicador de precios de venta apuntaba a una mayor transmisión de los anteriores aumentos de los costes de los bienes intermedios a los precios finales de producción, patrón que se ha repetido probablemente en abril y que es reflejo del repunte de los precios de los bienes intermedios, como consecuencia del alza de los costes de las materias primas. A este respecto, los datos de las encuestas actualmente disponibles confirman que se empieza a observar una transmisión gradual del incremento de los costes de los bienes intermedios de las empresas a los consumidores.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En el cuarto trimestre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro fue del 2,1% (véase cuadro 6). Para el conjunto del año, la remuneración por asalariado creció un 2%, sin cambios con respecto al 2004. Tras la publicación de las cifras anuales de remuneración de la mayor parte de los países de la zona del euro, se efectuaron revisiones significativas, que elevaron la tasa de crecimiento interanual

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

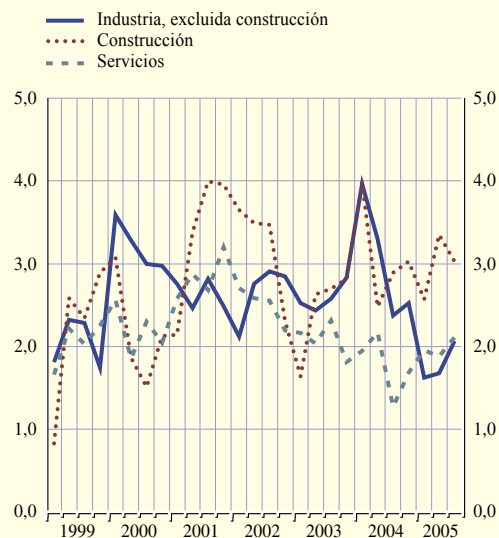
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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	2,6	2,4	3,2	2,5	2,3	2,4
Remuneración por asalariado	2,0	2,0	1,9	1,8	1,9	2,1	2,1
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,1	.	0,6	0,3	0,4	0,8	.
Costes laborales unitarios	1,0	.	1,3	1,5	1,5	1,3	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Remuneración sectorial por asalariado

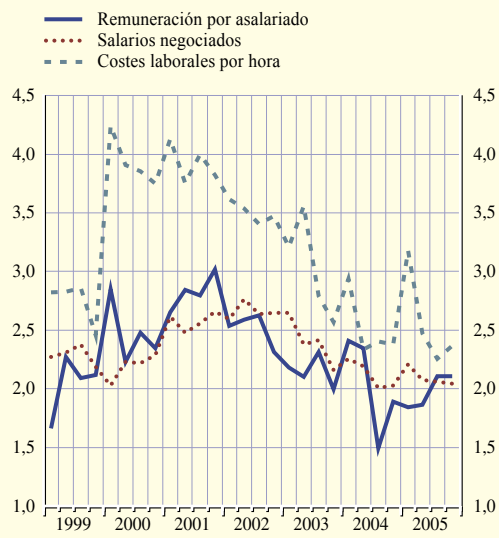
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

correspondiente a la zona del euro en unos 0,2-0,5 puntos porcentuales en cada uno de los cinco últimos trimestres. Aunque tales revisiones no han sido inusuales en el pasado, en este caso se trató de correcciones relativamente importantes, que modificaron en cierta medida el perfil de la evolución salarial en el 2005, sugiriendo que ésta había sido menos moderada de lo previsto. Sin embargo, se impone la cautela, dado que los retrasos en la difusión de los datos nacionales en algunos países pueden entrañar nuevas revisiones. Además, la limitada disponibilidad de datos dificultó el cálculo del desglose sectorial de la remuneración por asalariado de la zona del euro correspondiente al último trimestre del 2005 y al conjunto del año (véase gráfico 20). No obstante, la información nacional disponible sugiere que el crecimiento de la remuneración por asalariado podría haber descendido en la industria, excluida la construcción, mientras que habría repuntado ligeramente en el sector servicios.

Pese a estas limitaciones, estos últimos indicios concuerdan todavía con el perfil de moderación salarial observado hasta finales del 2005 y confirmado por los demás indicadores disponibles de costes laborales (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro en el sector de empresas no agrícolas se situó en el 2,4% en el cuarto trimestre del 2005, levemente por encima de la tasa registrada en el trimestre anterior, pero en línea con la estabilización de la tasa de variación interanual de la serie en torno al 2,5% observada desde el segundo semestre del 2004. Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual del indicador de salarios negociados de la zona del euro siguió siendo moderada, con un 2% en el último trimestre del año pasado y una media anual del 2,1% en el 2005, similar a la registrada en el 2004. Parece pues que el crecimiento salarial se ha visto frenado por el carácter todavía gradual de la recuperación económica de la zona del euro, unido a la elevada tasa de desempleo y a la competencia exterior de los países con bajos costes.

La mencionada falta de datos no permite todavía calcular la productividad del trabajo en la zona del euro y, por ende, los costes laborales unitarios para el último trimestre del 2005 y para el conjunto del año. Los datos hasta el tercer trimestre del 2005 apuntan a un crecimiento interanual de los costes laborales unitarios

rios de un 1,4%. Por otra parte, la información nacional disponible sugiere una evolución contenida de los costes laborales unitarios en el último trimestre del 2005. Hasta el momento, las presiones inflacionistas del mercado de trabajo de la zona del euro han sido moderadas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La evolución de los precios de la energía sigue determinando el perfil de inflación de la zona del euro y persisten las fuertes presiones externas generadas por los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. No obstante, hasta el momento las presiones inflacionistas internas han permanecido en una senda moderada, a la que han contribuido la contención del crecimiento de los costes laborales y la limitada capacidad de las empresas para trasladar el aumento de los costes de los bienes intermedios no laborales a los consumidores. En este contexto, se espera que la inflación se mantenga por encima del 2% en el corto plazo y que muestre cierta volatilidad. En un plazo más largo, las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos influirán de forma significativa en la inflación en el 2007 y cabe esperar también que los efectos indirectos de anteriores incrementos de los precios de las materias primas tengan una incidencia alcista adicional. Estas perspectivas concuerdan con la opinión de los expertos en previsión económica (véase recuadro 3). Los riesgos para las perspectivas de inflación continúan siendo alcistas e incluyen nuevas subidas de los precios de las materias primas, su mayor transmisión a los precios de consumo y aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos más elevados de lo previsto. En cuanto a las posibles presiones inflacionistas procedentes del mercado de trabajo, es esencial que los interlocutores sociales sigan cumpliendo con sus responsabilidades, a fin de evitar eventuales efectos secundarios de los altos precios de la energía sobre las demandas salariales, que podrían traducirse en espirales de precios y salarios, especialmente en un entorno económico más favorable.

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2006

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre del 2006 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 20 y el 26 de abril de 2006. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2006 y 2007

En comparación con la encuesta anterior realizada en enero del 2006, las expectativas de inflación a corto plazo fueron revisadas al alza. Los encuestados esperan ahora que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC sea, en promedio, del 2.1% tanto en el 2006 como en el 2007, lo que supone un incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente. Numerosos participantes atribuyen esta revisión al alza principalmente a la evolución reciente de los precios del petróleo y a su impacto en los precios internos. Las expectativas de inflación de la EPE para el 2006 y 2007 son ligeramente más elevadas que las estimaciones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas a mediados de abril del 2006, que situaban la inflación en el 2% (véase cuadro).

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	Mar 2007	2006	Mar 2008	2007	A largo plazo ²⁾
EPE II 2006	2,1	2,1	1,9	2,1	1,9
<i>EPE anterior (EPE I 2006)</i>	-	2,0	-	2,0	1,9
Consensus Economics (abril 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2006)	-	2,0	-	2,0	1,8
Crecimiento del PIB real	2006 IV	2006	2007 IV	2007	A largo plazo ²⁾
EPE II 2006	2,2	2,1	1,8	1,9	2,1
<i>EPE anterior (EPE I 2006)</i>	-	2,0	-	1,9	2,1
Consensus Economics (abril 2006)	-	2,0	-	1,8	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2006)	-	2,0	-	1,8	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	Feb 2007	2006	Feb 2008	2007	A largo plazo ²⁾
EPE II 2006	8,0	8,1	7,7	7,9	7,2
<i>EPE anterior (EPE I 2006)</i>	-	8,2	-	8,0	7,2
Consensus Economics (abril 2006)	-	8,2	-	8,0	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2006)	-	8,2	-	8,0	7,5

1) En porcentaje de la población activa.

2) En la EPE actual y la anterior, y en el Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2010. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2012-2016 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de abril del 2006).

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A, que muestra la distribución de probabilidad agregada relativa a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2006 en las tres últimas encuestas, apunta a un nuevo aumento de los riesgos en la última encuesta. La probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 2% y el 2,4% es ahora más de dos veces superior a la probabilidad de que se mantenga entre el 1,5% y el 1,9%¹. En sus respuestas cualitativas, los participantes señalan el precio del petróleo como principal factor determinante de riesgos inflacionistas, que se verán atenuados, sin embargo, por la contención salarial, la evolución del tipo de cambio y las presiones a la baja de la globalización.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

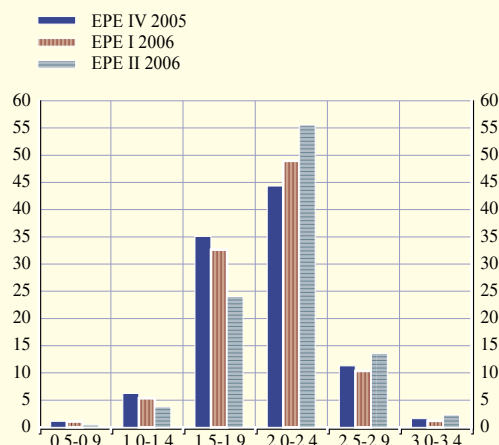
Las expectativas de inflación a largo plazo (para el 2010) se mantuvieron sin variación en el 1,9%, el mismo nivel de las últimas dieciocho encuestas. Estas expectativas están en línea con las estimaciones publicadas recientemente por Consensus Economics para un período de seis a diez años vista, y se sitúan ligeramente por encima de las estimaciones para el 2010 del Barómetro de la Zona del Euro de abril del 2006. La media de las estimaciones, que se mantiene en el 1,9% desde la EPE del primer trimestre del 2002, oculta revisiones individuales, que se compensaron mutuamente. El gráfico B muestra la distribución porcentual de los encuestados que han revisado sus expectativas medias anuales de inflación a largo plazo de un año a otro². El gráfico indica que un elevado número de participantes han revisado con el tiempo sus expectativas de inflación a largo plazo. Como promedio, desde el 2002 hasta el primer semestre del 2006, cerca de la mitad de los participantes modificaron sus expectativas de un año a otro.

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

2 En el cálculo, sólo se incluyen los expertos que hayan participado efectivamente en las encuestas durante dos años consecutivos. Para obtener la distribución porcentual de encuestados que han revisado sus expectativas, se compara la media anual de las expectativas de inflación a largo plazo de cada encuestado correspondientes a dos años, a fin de comprobar si ha sido revisada al alza o a la baja, o si no ha variado. Las medias anuales se redondean a un decimal.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2006 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

(en porcentaje)

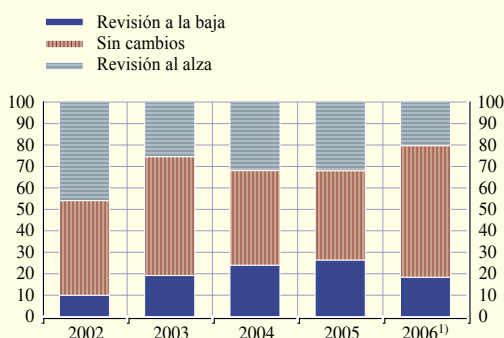


Fuente: Cálculos del BCE.

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

Gráfico B Revisiones de un año a otro de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en la EPE

(distribución porcentual)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: El cálculo se efectúa comparando las medias anuales de las expectativas de inflación a largo plazo de cada encuestado correspondientes a dos años consecutivos.

1) Primer semestre del 2006.

Aunque la media estimada para la inflación a largo plazo es estable y no muestra señales de aumento, los riesgos alcistas asociados a las expectativas de inflación a largo plazo siguen creciendo. En efecto, el gráfico C muestra que, en promedio, los encuestados consideran que la probabilidad de que la inflación a cinco años vista se sitúe en el 2% o por encima de este valor ha vuelto a crecer, hasta el 47,3%, en el segundo trimestre del 2006.

Los resultados de la EPE pueden compararse también con la tasa de inflación implícita, un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación. Las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012 y el 2015, se han elevado ligeramente desde enero del 2006 (véase gráfico B)³. No obstante, las tasas de inflación implícita no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, su evolución podría reflejar, en parte, una mayor incertidumbre entre los inversores respecto a la inflación futura y, por tanto, una disposición a pagar una prima de cobertura.

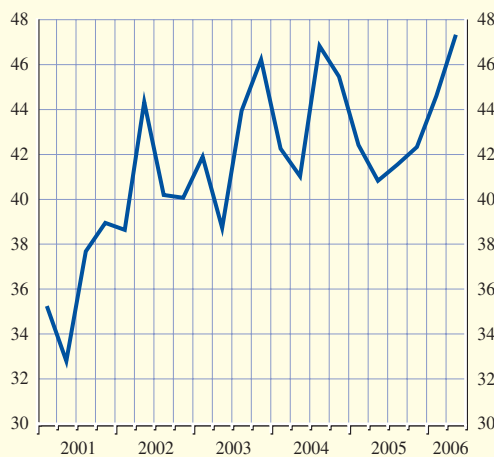
Expectativas de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro

En relación con la encuesta precedente, los participantes en la EPE revisaron al alza en 0,1 puntos porcentuales sus estimaciones de crecimiento del PIB real en el 2006, que situaron en el 2,1%. La revisión al alza es reflejo de mejores expectativas relativas a la demanda interna, especialmente para el consumo privado, y al entorno exterior. Varios encuestados opinan que el crecimiento del consumo privado debería beneficiarse de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y, en parte

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

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

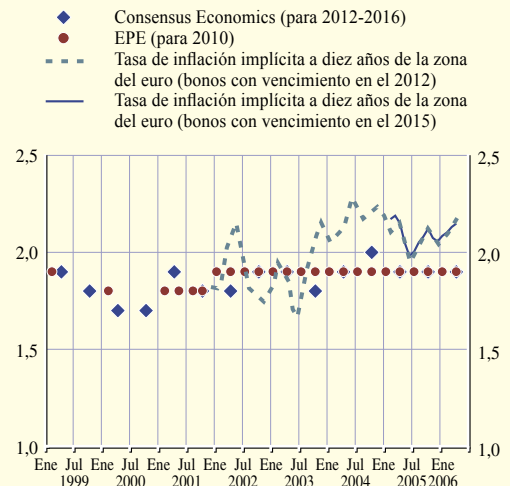
(en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico D Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación interanual)



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

también, del anticipo del gasto que los consumidores realizarán en el segundo semestre del 2006, adelantándose al aumento del IVA que Alemania tiene previsto llevar a cabo en enero del 2007. Por lo que se refiere al entorno exterior, los encuestados confían en la fortaleza de la economía mundial en el 2006, lo que favorecerá las inversiones y las exportaciones de la zona del euro. La estimación para el 2007 se mantiene en el 1,9%. Los encuestados consideran que los riesgos para el crecimiento en el 2006 y 2007 están, en general, equilibrados. Sin embargo, en sus respuestas cualitativas los participantes señalan como posibles factores de riesgo para el crecimiento las subidas de los precios del petróleo, la evolución del tipo de cambio y una mejora del mercado de trabajo menor que la prevista. Las expectativas de crecimiento a plazo más largo (para el 2010) se mantienen sin cambios en el 2,1%. En comparación con otras previsiones de crecimiento publicadas recientemente, las previsiones de la EPE para el crecimiento del PIB real en todos los horizontes considerados son levemente más optimistas que las de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro (véase cuadro).

Las expectativas referidas a la tasa de desempleo para los años 2006 y 2007 se han revisado a la baja 0,1 puntos porcentuales, en relación con la encuesta anterior, y sitúan dicha tasa en el 8,1% para el 2006 y el 7,9% para el 2007. Los principales factores mencionados como motivo de estas revisiones son un mayor crecimiento económico a corto plazo y el efecto gradual de las recientes reformas del mercado de trabajo (realizadas, por ejemplo, en Alemania) que se irá observando con el tiempo. Se espera que la tasa de desempleo se sitúe en el 7,2% en el 2010, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, si bien se estima que esta previsión es incierta y depende de las reformas del mercado de trabajo que se introduzcan.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los datos económicos disponibles sugieren que la recuperación cobró impulso a comienzos del 2006, lo que implica que la desaceleración observada en el cuarto trimestre del año pasado fue transitoria. Las favorables lecturas de los indicadores procedentes de las encuestas, junto con las cifras de producción industrial y del mercado de trabajo, apuntan a un fortalecimiento de la actividad económica. La positiva evolución del entorno exterior, el aumento de los beneficios y de la eficiencia de las empresas y las muy favorables condiciones de financiación siguen confirmando las perspectivas para la zona del euro. Sin embargo, aún están sometidas a riesgos a la baja derivados de la incertidumbre en torno a las variaciones de los precios del petróleo y a los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

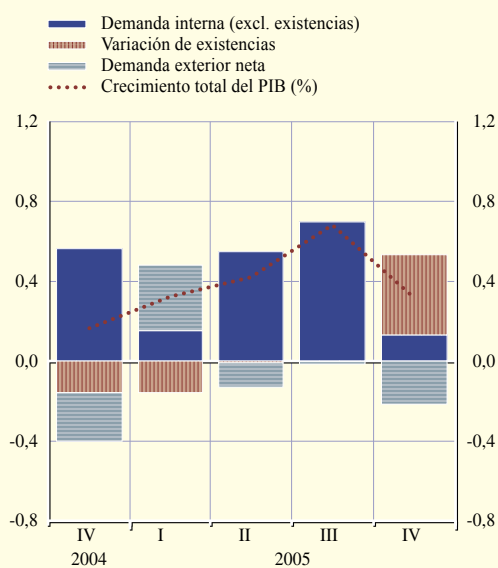
La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional, publicada por Eurostat en abril, confirmó que el PIB real de la zona del euro había crecido un 0,3% en términos intertrimestrales en el cuarto trimestre del 2005, tras registrar un incremento intertrimestral del 0,7% en el tercer trimestre (véase gráfico 22).

En cuanto a la composición del crecimiento, la información contenida en la segunda estimación ha variado considerablemente con respecto a la primera. El crecimiento del consumo privado, que en la primera estimación había descendido un 0,2%, se revisó al alza, hasta el 0,1%, en términos intertrimestrales. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la inversión se revisó sustancialmente a la baja, pasando del 0,8% al 0,3%. Las exportaciones experimentaron una revisión al alza, que se vio contrarrestada por una corrección al alza de las importaciones. En consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta se mantuvo sin cambios en -0,2 puntos porcentuales. La variación de existencias realizó la mayor aportación trimestral al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre (0,4 puntos porcentuales, al igual que en la primera estimación), lo que parece que fue consecuencia de la desaceleración de la demanda interna.

En términos interanuales, el PIB real creció un 1,4% en el 2005, impulsado por la demanda interna, cuya contribución fue de 1,6 puntos porcentuales. Tanto el consumo privado como el público aumentaron un 1,4%, mientras que la inversión se incrementó un 2,5%. Este incremento es superior a la media del crecimiento de la inversión en los últimos años y es prácticamente comparable a la media registrada en los años noventa (véase el recuadro 4, titulado «Estimaciones del stock de capital de la zona del euro», que analiza la evolución del stock de capital de la zona del euro desde 1980 al 2005). La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real fue de -0,2 puntos porcentuales.

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 4

ESTIMACIONES DEL STOCK DE CAPITAL DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se presentan por primera vez las estimaciones del *stock* de capital de la zona del euro efectuadas por el BCE. Esta variable se define como el valor de todos los activos fijos en uso, descritos como los activos producidos (es decir, excluida la tierra) que se utilizan en el proceso productivo durante más de un año¹. En el recuadro se analizan las tendencias del *stock* de capital en la zona del euro a precios constantes para el período comprendido entre 1980 y 2005.

Método de estimación

Según el Reglamento de la UE vigente relativo a las cuentas nacionales², los Estados miembros de la UE han de proporcionar datos anuales de los activos fijos en el total de la economía y de algunas categorías de productos en un período de veinticuatro meses a partir del año de referencia. Sin embargo, como no todos los países de la zona del euro facilitan actualmente datos sobre el *stock* de capital³, no es posible obtener una estimación del *stock* de capital agregado de la zona del euro simplemente sumando las cifras de los distintos países. Por ello, es necesario aproximar la parte correspondiente a los países para los que no se dispone de datos. Las estimaciones del BCE se basan en la ecuación de acumulación de capital, que relaciona el *stock* de capital (K) con la inversión (I) y la tasa de reposición (r): $K_t = (1 - r_t) * K_{t-1} + I_t$. En otras palabras, el *stock* de capital bruto de un año dado es equivalente al del año anterior menos la parte del *stock* que ha llegado al final de su vida activa más la formación bruta de capital fijo del año en curso (lo mismo sucede con el *stock* de capital neto, con la diferencia de que, en ese caso, también se tiene en cuenta el consumo del capital fijo o la depreciación).

En el caso de los países para los que se dispone de datos de *stock* de capital y de formación bruta de capital fijo (inversión), las tasas de reposición y de depreciación no son directamente observables, pero pueden estimarse utilizando la ecuación de acumulación de capital. En cuanto a los países para los que no se dispone de datos (que representan en torno a un quinto de la inversión de la zona del euro), es preciso estimar las tasas de reposición y de depreciación, así como el nivel inicial de *stock* de capital. Para aproximar el *stock* de capital de los países para los que se carece de datos correspondientes al año de inicio, es decir, 1980, se supone que la ratio del PIB en relación con el *stock* de capital de esos países para 1980 es igual a la ratio correspondiente a los países para los que sí se dispone de datos. De hecho, esta ratio es relativamente similar en todos estos países y también relativamente estable en el tiempo. También se supone que las tasas de reposición y de depreciación de los países para los que no se dispone de datos son iguales a las tasas medias de reposición y de depreciación de los países para los que se dispone de datos. Si se combinan estos resultados se obtienen estimaciones para el *stock* de capital total de la zona del euro y de cuatro categorías principales de productos.

Evolución del *stock* de capital y detalle por categoría de productos

El *stock* de capital bruto hace referencia al capital físico disponible en una economía para los procesos de producción. Las estimaciones del BCE muestran que el volumen de *stock* de capital bruto total de la zona del euro creció, en promedio, un 2,4% anual en el período comprendido

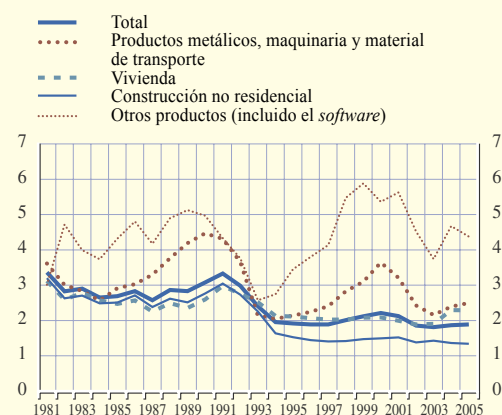
1 Para más información, véanse los párrafos 7.14-7.15 del Sistema Europeo de Cuentas y el Manual de la OCDE titulado «Measuring Capital: Measurement of Capital Stocks, Consumption of Fixed Capital and Capital Services» (2001).

2 Véase el anexo B del Reglamento (CE) nº 2223/96 del Consejo relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad.

3 En la actualidad, las estimaciones del *stock* de capital se publican en siete países de la zona del euro: Bélgica, Alemania, Francia, Italia, los Países Bajos, Austria y Finlandia.

Gráfico A Crecimiento del volumen del stock de capital en la zona del euro

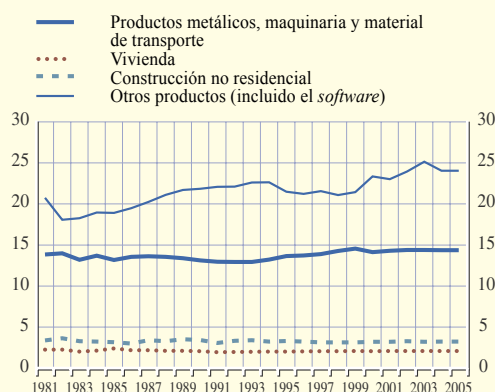
(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico B Tasas de depreciación por categoría de productos

(en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE.

entre 1981 y 2005. En general, se pueden distinguir dos períodos: entre 1981 y 1992, cuando el crecimiento anual del volumen de *stock* de capital fue cercano al 2,8%, y a partir de 1992, cuando se desaceleró hasta el 2,1% aproximadamente. En lo que se refiere a las categorías de productos (véase gráfico A), el crecimiento de los productos metálicos, la maquinaria y el material de transporte fue del 3% en el periodo comprendido entre 1981 y 2005. Se observó un crecimiento algo menor en la vivienda (2,4%) y en la construcción no residencial (2,1%). Sin embargo, el crecimiento fue mayor en la categoría de «otros productos» (4,3% en el período 1981-2005), que incluye, en concreto, los productos TIC.

Categoría de productos y tasas de depreciación

En cuanto al *stock* de capital total, la tasa de depreciación se ha mantenido prácticamente constante en el 4,6% anual, lo que se corresponde con una vida media del *stock* de capital cercana a los 20 años. En el gráfico B se muestran las tasas de depreciación de cuatro categorías de productos. Como es de esperar, las tasas de depreciación son más bajas en los activos correspondientes a la construcción que en los activos que la excluyen, debido a la mayor vida media de los primeros. Por lo que respecta a la construcción, las tasas de depreciación también son prácticamente constantes a lo largo del período, situándose en torno al 2% anual en el caso de la vivienda y al 3% en el de la construcción no residencial. En lo que se refiere a los activos que excluyen la construcción, las tasas de depreciación son significativamente más elevadas, situándose en torno al 14% en los productos metálicos, la maquinaria y el material de transporte. Pese al descenso registrado al comienzo del período, la tasa de depreciación de la categoría «otros productos (incluido el *software*)» ha crecido de manera continua. Se estima que la tasa de depreciación ha sido del 24% en el año 2005, lo que se corresponde con una vida media cercana a los cuatro años, que es atribuible, en gran medida, al hecho de que el material TIC se deprecia con más rapidez que otros activos.

Porcentaje de inversión en reposición en la inversión total

Los cambios en la inversión que superan la reposición del *stock* de capital depreciado pueden considerarse como una indicación de la confianza creciente en las ventas futuras. Así pues, esta infor-

Porcentaje de inversión en reposición en la inversión total de la zona del euro

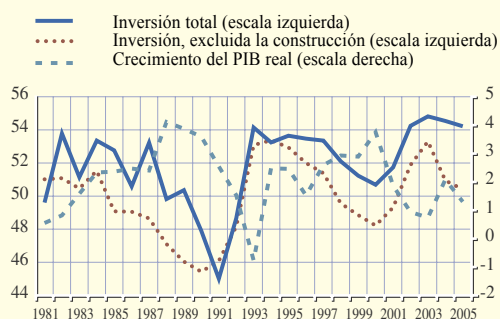
1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
52,1%	50,4%	50,9%	52,2%	53,9%

Fuente: Cálculos del BCE.

por sí misma esta tendencia al alza. Este crecimiento puede estar relacionado, asimismo, con la debilidad de la inversión observada previamente en la zona del euro y/o con la disminución de la ratio óptima del capital en relación con el producto. No obstante, parece observarse un comportamiento contracíclico en el porcentaje de la inversión en reposición, en concreto en el caso de los activos que excluyen la construcción, es decir, las dos categorías: «productos metálicos, maquinaria y material de transporte» y «otros productos (incluido el *software*)».

Gráfico C Porcentaje de inversión en reposición y crecimiento del PIB

(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.

En general, la existencia de esta nueva fuente estadística permite comprender mejor la estructura de los activos productivos y el comportamiento de la inversión en la zona del euro. En particular, el crecimiento de la inversión, excluida la construcción, para ampliar la capacidad productiva a partir del 2003 confirma, en cierta medida, las perspectivas favorables para la actividad económica de la zona del euro.

mación es útil para evaluar la solidez del crecimiento de la inversión. En el cuadro se muestra el porcentaje de la inversión en reposición en la inversión total durante varios períodos.

En general, el porcentaje de la inversión en reposición ha crecido desde comienzos de los años noventa (véase gráfico C). La aceleración de la depreciación de algunos activos no puede explicar

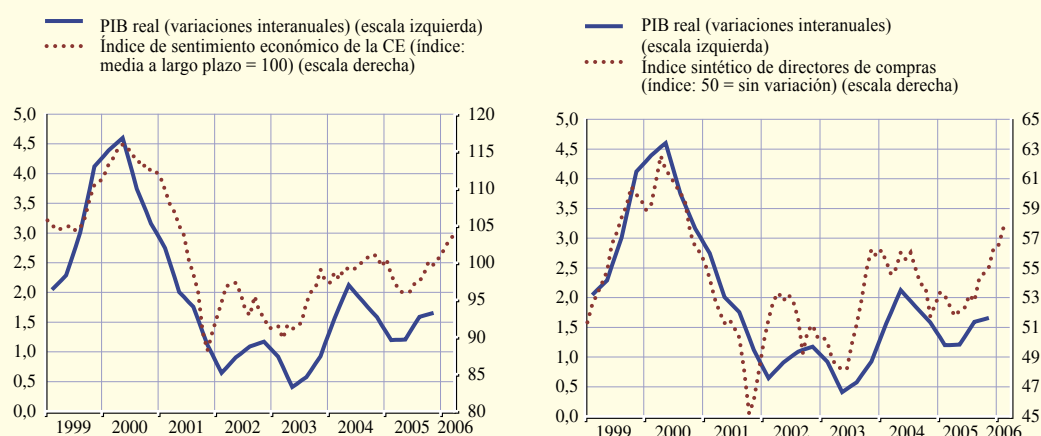
En períodos de recesión, las nuevas inversiones se emplean, principalmente, para sustituir el *stock* de capital existente, aunque, probablemente con activos más modernos y eficientes. A medida que cobra impulso la recuperación, las empresas invierten de forma creciente para ampliar la capacidad productiva, por lo que el porcentaje de inversión en reposición decrece. En ese sentido, si se consideran los últimos años, las estimaciones disponibles hasta finales del 2005 sugieren que la recuperación de la inversión no ha sido hasta el momento lo suficientemente intensa como para provocar el descenso del porcentaje de inversión en reposición, aun cuando desde el 2003 se ha observado un cierto descenso en el porcentaje de reposición de la inversión excluida la construcción.

Recuadro 5

UTILIDAD DE LOS INDICADORES PROCEDENTES DE ENCUESTAS SOBRE TENDENCIAS ECONÓMICAS PARA EL ANÁLISIS DE COYUNTURA

Los datos procedentes de encuestas sobre tendencias económicas se utilizan de forma generalizada para el análisis de coyuntura debido a su elevada frecuencia y su puntualidad. Sin embargo, su utilidad depende, en última instancia, de la medida en que proporcionen información fiable acerca de la evolución económica. Este recuadro examina la utilidad de dichos datos para valorar la evolución del crecimiento del PIB real en la zona del euro y en las tres economías más grandes de la zona.

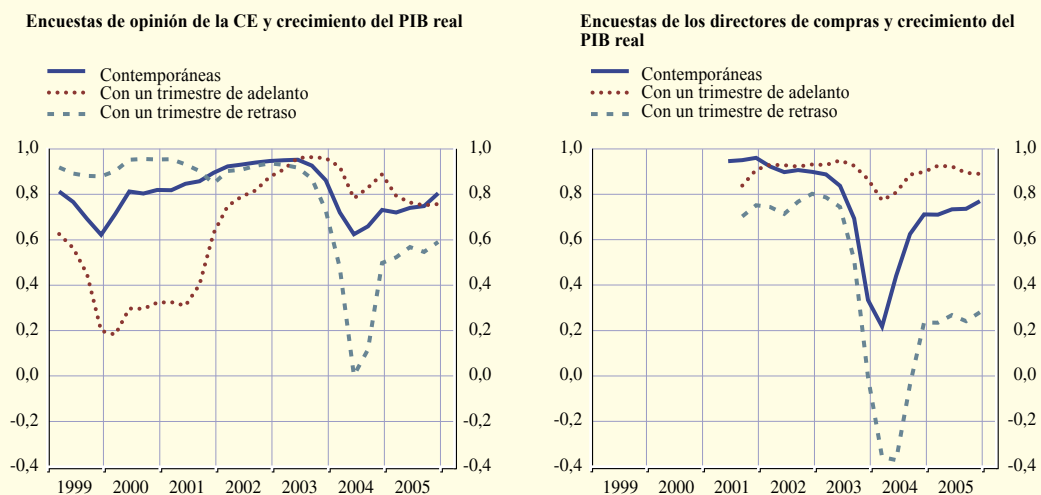
Gráfico A Datos procedentes de las encuestas de opinión y crecimiento del PIB real en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
Nota: PIB desestacionalizado y ajustado por días laborables.

Fuentes: Eurostat y NTC Economics.
Nota: PIB desestacionalizado y ajustado por días laborables.

Gráfico B Correlaciones móviles entre los datos de las encuestas de opinión y el crecimiento interanual del PIB real



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

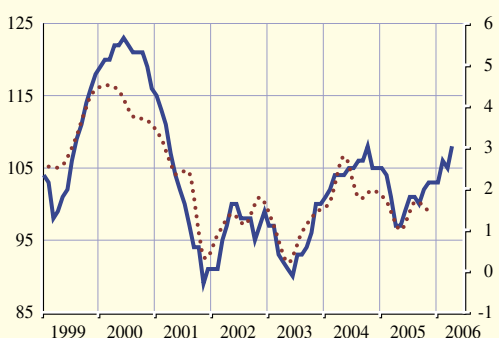
Gráfico C Indicadores procedentes de encuestas de opinión nacionales y crecimiento interanual del PIB real

Alemania
 — Índice de clima empresarial IFO (índice: 2000=100) (escala izquierda)
 PIB real (variaciones interanuales) (escala derecha)



Fuentes: Eurostat e IFO.

Francia
 — Indicador de clima empresarial INSEE (índice: media a largo plazo = 100) (escala izquierda)
 PIB real (variaciones interanuales) (escala derecha)



Fuentes: Eurostat e INSEE.

Italia
 — Indicador de confianza empresarial ISAE (índice: 2000 = 100) (escala izquierda)
 PIB real (variaciones interanuales) (escala derecha)



Fuentes: Eurostat e ISAE.

Nota: Los datos del PIB están desestacionalizados y ajustados por días laborables.

Los datos relativos a la actividad económica agregada de la zona del euro proceden del índice de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y del índice sintético de directores de compras (PMI) publicado por NTC Economics¹. Aunque tanto el ESI como el PMI se han desviado en ocasiones de la serie del PIB, en general las tasas de crecimiento interanual del PIB real están correlacionadas positivamente con ambos índices (véase gráfico A). El ESI parece ser más un indicador contemporáneo que adelantado de la evolución del producto real. No obstante, aun así proporciona información muy útil sobre la situación de ciclo económico, pues se publica aproximadamente un trimestre antes que la contabilidad nacional. Por el contrario, el PMI ha mostrado muchas más propiedades de indicador adelantado que de indicador contemporáneo en el corto período en que se ha podido disponer de él.

Los coeficientes de correlación móviles permiten analizar la evolución de los movimientos conjuntos de las series y evaluar la estabilidad de la relación. El gráfico B muestra las correlaciones entre los datos de las encuestas y el crecimiento interanual del PIB real para un período de 12 trimestres comprendido entre 1999 y 2005 (cuando se dispone de datos). Además del ESI, también figura en el gráfico el PMI sintético. Las correlaciones entre estos dos índices y el crecimiento del PIB real han mostrado un comportamiento bastante inestable durante el período de referencia. Cabe señalar la caída observada en el 2004, que puede estar relacionada con el elevado grado de volatilidad del crecimiento del PIB real observado durante el correspondiente período de 12 trimestres transcurrido entre mediados del 2001 y mediados del 2004. Ese año, el deterioro transitorio que pudo apreciarse en las propiedades de indicador contemporáneo del ESI dio lugar a un fortalecimiento de las características de indicador adelantado. Aun así, en los últimos años tanto el ESI como el PMI han mantenido propiedades relativamente buenas de indicador contemporáneo y de indicador adelantado, respectivamente.

¹ El índice de sentimiento económico (ESI) es una media ponderada de los indicadores de confianza de las manufacturas, los servicios, los consumidores, el comercio al por menor y la construcción. Los indicadores de confianza son índices sintéticos, que incluyen las respuestas de las encuestas correspondientes. El índice sintético de la encuesta a los directores de compras (PMI) incluye los indicadores para las manufacturas y para los servicios.

Correlación máxima entre las encuestas de opinión nacionales y el crecimiento del PIB real

	Período	Correlación máxima	Período	Correlación máxima
Zona del euro				
Basado en el ESI	92:1 - 05:4	0,92 [0]	99:1 - 05:4	0,91 [0]
Basado en el PMI			99:1 - 05:4	0,88 [+1]
Alemania	81:1 - 05:4	0,83 [0]	99:1 - 05:4	0,83 [+1]
Francia	81:1 - 05:4	0,86 [0]	99:1 - 05:4	0,92 [0]
Italia	91:1 - 05:4	0,79 [0]	99:1 - 05:4	0,86 [0]

Nota: Las observaciones que figuran en este cuadro informan de los coeficientes de correlación más elevados al analizar los distintos retrasos y adelantos. Los números que aparecen entre corchetes informan de los adelantos (número positivos) y de los retrasos (números negativos) de las encuestas con respecto a los datos de crecimiento interanual del PIB real. El índice de sentimiento económico (ESI) y el índice de directores de compras (PMI) son encuestas sobre la actividad económica agregada de la zona del euro. El IFO, el INSEE y el ISAE son las encuestas de opinión nacionales de Alemania, Francia e Italia, respectivamente. Todas las observaciones del cuadro son significativas al nivel del 1%.

En los tres países más grandes de la zona del euro, Alemania, Francia e Italia, se observa un alto grado de correlación entre el crecimiento interanual del PIB real y los datos procedentes de encuestas nacionales (véase gráfico C). No obstante, en ocasiones los datos de las encuestas de opinión nacionales y la evolución del crecimiento del PIB real ofrecen señales contradictorias respecto al estado de la economía. Aunque tales períodos de discrepancia son habitualmente de corta duración, se han observado también períodos más prolongados de discrepancia entre las series. Aparentemente, la divergencia puede estar relacionada a veces con el hecho de que, en ocasiones, los datos de las encuestas anticipan la evolución del crecimiento del PIB real. Con todo, como no siempre ocurre esto, es preciso ser cautos al interpretar tales episodios de discrepancia entre las dos series.

El análisis de correlación —que muestra los retrasos o los adelantos con los que se ha obtenido la correlación máxima entre la actividad económica y los datos de las encuestas— indica un nivel significativo de movimientos conjuntos entre los denominados datos duros y blandos (véase cuadro), lo que corrobora la evolución que puede apreciarse en los gráficos A y B para la zona del euro y en el gráfico C para sus tres países más grandes. Los resultados confirman que es mejor considerar el ESI como un indicador contemporáneo de la actividad económica de la zona del euro, mientras que el PMI sintético muestra más propiedades de indicador adelantado que de indicador contemporáneo durante el período de tiempo para el que ha estado disponible. Las encuestas de opinión nacionales tienen, en general, características de indicador contemporáneo de la actividad económica, aunque durante el período que comienza en 1999 el índice IFO de Alemania parece haber mostrado algunas propiedades de indicador adelantado. El gráfico C confirma las características de indicador adelantado del IFO, pues pone de manifiesto, sobre todo desde el 2001, la tendencia de los datos de las encuestas a anticipar la evolución de la actividad económica. El cálculo de los coeficientes de correlación móviles entre los datos de las encuestas y el PIB real durante el período de 12 trimestres pone de relieve un alto grado de inestabilidad en la correlación entre las encuestas de opinión nacionales y el crecimiento del PIB real en Alemania, Francia e Italia, como sucedió en el caso del agregado de la zona del euro. Así pues, resulta justificado tener cierta cautela al tratar de extrapolar la evolución futura de la actividad económica de los datos procedentes de encuestas nacionales².

En conjunto, estos resultados sugieren que los datos de las encuestas muestran un grado razonable de correlación con el crecimiento del PIB real, especialmente cuando la actividad se mide en términos interanuales. Sin embargo, en ocasiones los datos de las encuestas y la evolución del crecimiento del PIB real proporcionan señales contradictorias sobre el estado de la economía, lo que apunta a la necesidad de ser cautos al interpretar la información brindada por los datos procedentes de las encuestas.

2 Los resultados basados en el uso de los índices de sentimiento económico nacionales muestran resultados prácticamente similares en términos de correlación y de correlación móvil que los resultados basados en las encuestas de opinión nacionales para los tres países. Para más detalles sobre la utilidad de los índices de sentimiento económico nacionales para el análisis de coyuntura de los distintos países, véase también A. Mourougane y M. Roma (2002): «Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?» ECB Working Paper n.º 133.

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

El detalle de la inversión en el cuarto trimestre del 2005 muestra que la contribución al crecimiento total de la inversión efectuada por la inversión en material de transporte y construcción fue positiva (0,1 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente), mientras que la aportación de la inversión en productos metálicos y maquinaria fue negativa (-0,3 puntos porcentuales). Tal vez sea más adecuado interpretar el escaso crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre como una corrección del fuerte crecimiento registrado en el tercer trimestre. En estos momentos se dan las condiciones necesarias, tanto en el ámbito interno como en el entorno exterior, para que se produzca una recuperación de la inversión. En concreto, la economía mundial sigue expandiéndose a un ritmo vigoroso y las perspectivas para la actividad económica continúan siendo favorables.

Los datos procedentes de las encuestas, incluidos los relativos al producto real agregado, han sido muy positivos en los últimos meses. Teniendo en cuenta que las encuestas se publican un trimestre antes que las cuentas nacionales, lo anterior es una indicación más de la mejora de la situación del ciclo económico en el primer trimestre del presente año. A este respecto, el recuadro 5, titulado «Utilidad de los indicadores procedentes de encuestas sobre tendencias económicas para el análisis de coyuntura», analiza la utilidad de los datos procedentes de las encuestas de opinión para valorar la evolución del crecimiento del PIB real en la zona del euro y en las tres economías más grandes de la zona.

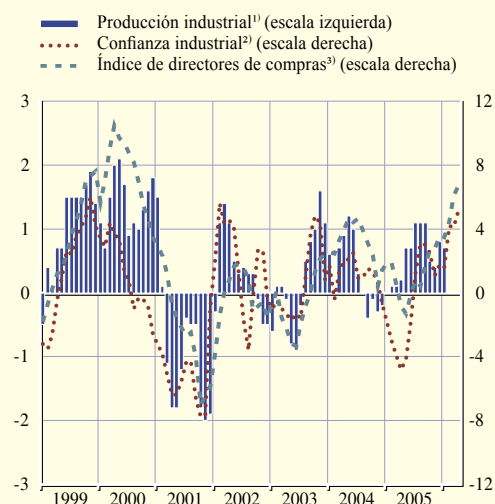
PRODUCCIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En cuanto a la composición por sectores del PIB real de la zona del euro, los datos de valor añadido disponibles para el cuarto trimestre confirman que la desaceleración registrada a finales del año pasado fue generalizada, debido a la evolución tanto de los servicios como de la industria (aunque, a finales del 2005, la expansión de la actividad en la industria prosiguió a un ritmo más rápido que la de los servicios). El crecimiento del valor añadido en la industria estuvo impulsado por la intensa actividad en la construcción, pero, al mismo tiempo, se vio limitado por el menor crecimiento de las exportaciones. Pese a lo anterior, el crecimiento del valor añadido del sector servicios superó el generado por la industria en el 2005 en su conjunto.

En febrero del 2006, la producción industrial intermensual de la zona del euro (excluida la construcción) se mantuvo sin cambios. La cifra para ese mes reflejaba los fuertes aumentos registrados en la producción de bienes de consumo y de equipo y un pequeño avance en la producción de energía, contrarrestados ambos por una acusada reducción de la producción de bienes intermedios. En general, los datos de producción industrial, junto con los indicadores procedentes de las encuestas, apuntan a una nueva expansión de la actividad industrial en el primer trimestre del año (véase gráfico 23), en línea con las expectativas de un mayor crecimiento del PIB real total. En términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) fue del 1,1% en febrero.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

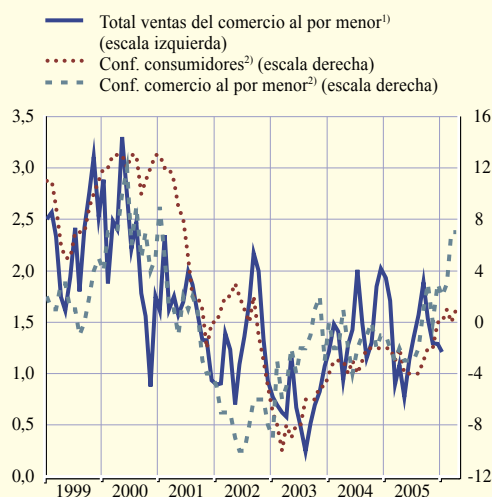
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

(datos mensuales)



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

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

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

En febrero, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro crecieron un 2,7% en tasa intermensual, tras registrar amplias fluctuaciones en diciembre y enero. En términos de medias móviles de tres meses, el índice creció un 5,6% en febrero. En conjunto, los datos más recientes de nuevos pedidos muestran la solidez de la actividad industrial en el primer trimestre del año. Este panorama también se ve corroborado por los datos de nuevo pedidos, menos volátiles, que excluyen otro material de transporte, entre el que se encuentra el material naval, ferroviario y aeroespacial.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas relativos a la industria y los servicios continúan corroborando las expectativas de una mayor actividad en el primer trimestre del 2006 y también proporcionan señales favorables para el inicio del segundo trimestre.

En el caso de la industria, tanto el índice de directores de compras de las manufacturas como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea mejoraron de nuevo en abril, continuando con la tendencia al alza observada desde mediados del 2005, hasta situarse en niveles elevados desde un punto de vista histórico (véase gráfico 24). El índice de directores de compras de las manufacturas alcanzó el 56,7, un nivel que se encuentra dentro de la zona de expansión y que es el más alto registrado desde el año 2000. El nuevo avance de este índice se vio apoyado por todos los subíndices, a excepción de la adquisición de existencias, que cayó ligeramente con respecto al mes anterior. La nueva y considerable mejora del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se vio favorecida, en particular, por el fuerte crecimiento de la valoración de los niveles de la cartera de pedidos, aunque el subíndice de las existencias

de productos terminados también mejoró. Al mismo tiempo, el subíndice de expectativas de producción se mantuvo en un nivel elevado. El crecimiento adicional del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea fue generalizado en las principales ramas de actividad de producción de bienes de consumo, intermedios y de equipo. Según la encuesta trimestral de la Comisión Europea, la utilización del capital también experimentó un nuevo y reducido incremento en el segundo trimestre, pasando del 82% al 82,4%, ligeramente por encima de su media a largo plazo de 81,4%. Las preguntas de la encuesta relativas a los límites de producción indicaban que la insuficiente demanda parece haber contenido la producción en menor medida que hace tres meses. Esta encuesta también proporciona información sobre la creciente escasez de mano de obra y la falta de equipo.

Tanto las encuestas de la Comisión Europea como la de los directores de compras presentan perspectivas favorables para los servicios. El índice de actividad comercial de la encuesta a los directores de compra ha mejorado de forma acusada desde mediados del 2005, y en marzo del 2006 se situaba en su nivel más elevado desde el año 2000. El indicador de confianza de los servicios de la Comunidad Europea mantuvo su tendencia ascendente en abril, hasta alcanzar niveles observados hace cinco años. Este nuevo incremento se vio apoyado por todo los componentes del índice, es decir, la valoración del clima empresarial y la evolución pasada y esperada de la demanda. Las expectativas de evolución futura también siguieron siendo positivas en el subsector del comercio al por menor.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores del gasto de los hogares apuntan a un cierto fortalecimiento del crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del año, tras el reducido crecimiento del trimestre anterior. En febrero, el volumen de ventas del comercio al por menor de la zona del euro se redujo un 0,2%, en tasa intermensual, después de experimentar un incremento del 0,5%, en términos mensuales, en enero. La reducción de febrero se debió a una caída de las ventas de alimentos, compensada en parte con el aumento de las ventas de productos no alimenticios. Sin embargo, en los tres meses transcurridos hasta febrero, el índice del comercio al por menor se elevó. Las matriculaciones de automóviles se incrementaron en marzo y registraron un avance significativo en el primer trimestre del 2006, en comparación con el trimestre anterior.

La confianza de los consumidores mejoró en abril, invirtiéndose el pequeño descenso observado en el mes anterior (véase gráfico 25). El incremento de abril, en particular, es atribuible a la mejora de las expectativas relativas a la situación económica general. Por el contrario, los índices relativos a las expectativas de ahorro y de paro se deterioraron ligeramente. En conjunto, la confianza de los consumidores, que ha experimentado aumentos significativos desde mediados del 2005, fue notablemente más elevada en el primer trimestre del 2006 que en el trimestre anterior, lo que avala la opinión de que se produjo una cierta recuperación en el consumo de privado a comienzos de año. Este panorama está en consonancia también con la evolución reciente de la confianza del comercio al por menor, que mejoró significativamente en los meses transcurridos hasta abril.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los indicadores más recientes señalan una nueva mejora gradual de los mercados de trabajo de la zona del euro. El crecimiento del empleo se fortaleció a lo largo del 2005 y la tasa de paro ha caído continuamente en los últimos meses. Las mejoras en las expectativas de creación de empleo corroboran esta opinión.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,1% en marzo del 2006, frente al 8,2% de febrero (véase gráfico 26), y el número de parados se redujo por cuarto mes consecutivo. Según las expectativas del sector privado recogidas en la encuesta a expertos en previsión económica, es posible que persista esta favorable evolución. Las expectativas relativas al desempleo de la última encuesta a expertos en previsión económica se han revisado a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, tanto para el 2006 como para el 2007, y se sitúan en el 8,1% y el 7,9%, respectivamente (véase el recuadro 3, titulado «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre del 2006»).

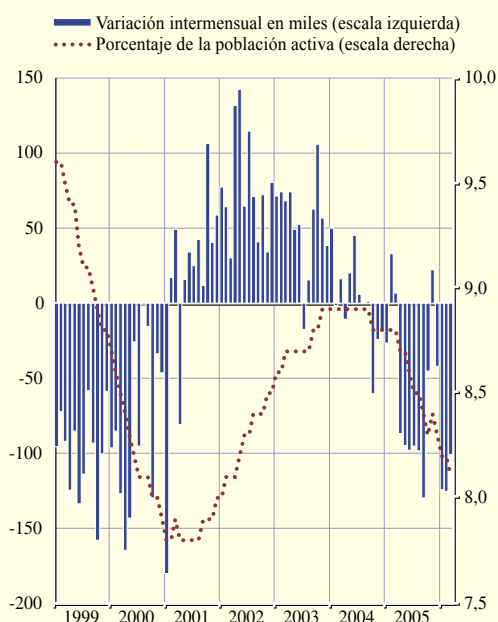
EMPLEO

No se dispone de nueva información sobre el empleo en la zona del euro desde la publicación del último Boletín Mensual. El crecimiento del empleo se fortaleció a lo largo del 2005 aumentando en el tercer trimestre un 0,3% en tasa intertrimestral, tras los incrementos del 0,2% y del 0,1% registrados en el segundo y en el primer trimestres, respectivamente. El crecimiento del empleo en el tercer trimestre fue importante en los servicios y también aumentó en la industria, debido a la favorable evolución de la construcción.

Las expectativas de creación de empleo indican mejoras en la situación del mercado de trabajo en los cuatro primeros meses del 2006, tanto en la industria como en los servicios. Según las encuestas de la Comisión Europea y de la encuesta a los directores de compras, las expectativas de empleo en la industria mejoraron en el primer trimestre de este año y volvieron a hacerlo en abril. Y lo que es más importante, las expectativas de empleo de la encuesta a los

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

directores de compras de abril superaron y se alejaron del nivel de 50 —que indica que no se han producido cambios— por segundo mes consecutivo. Asimismo, en los servicios, las expectativas de creación de empleo según las dos encuestas se elevaron en el primer trimestre, y las expectativas de empleo de la Comisión Europea volvieron a crecer en abril. Por el contrario, tras registrar mejoras significativas en los últimos meses, las expectativas de empleo en la construcción y en el comercio al por menor se redujeron en abril.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos publicados sugieren que la actividad económica cobró cierto impulso en el primer trimestre del 2006 y que el descenso del crecimiento en el cuarto trimestre del 2005 fue transitorio. Esta opinión se ve reflejada en la última encuesta a expertos en previsión económica y en otras previsiones de instituciones del sector privado y de organismos internacionales. Se espera que la actividad de la economía internacional mantenga su fortaleza, lo que seguirá respaldando las exportaciones de la zona del euro. El estímulo exterior, junto con las muy favorables condiciones de financiación, el aumento de los beneficios de las empresas y la mejora de la confianza empresarial, debería sustentar el crecimiento de la formación bruta de capital fijo. Asimismo, el crecimiento del consumo privado debería fortalecerse en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible y la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro. Se considera que los riesgos para estas perspectivas están prácticamente equilibrados en el corto plazo, aunque, en el largo plazo, se mantienen los riesgos a la baja para el crecimiento, relacionados con los desequilibrios mundiales y con la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En abril y en los primeros días de mayo del 2006, el euro se apreció en términos efectivos nominales en un entorno de debilidad generalizada del dólar estadounidense.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En abril y en los primeros días de mayo del 2006, el euro siguió apreciándose frente al dólar estadounidense (véase gráfico 27). Durante la mayor parte del mes de abril, el tipo de cambio entre las dos monedas experimentó cierta volatilidad en un contexto de cambio en las expectativas de los mercados respecto al rumbo que podría seguir la política monetaria en la zona del euro y en Estados Unidos. Hacia finales de mes, el euro se apreció frente a la moneda estadounidense tras la mejora evidente de las perspectivas económicas de la zona, reflejadas en los datos de las encuestas sobre confianza empresarial. Esta tendencia se reforzó aún más con la depreciación generalizada del dólar frente a la mayoría de las monedas, estimulada por la atención que prestaron los mercados a la magnitud de los déficit presupuestario y por cuenta corriente de Estados Unidos y por las noticias respecto a los cambios en la composición de las reservas de divisas de algunos bancos centrales en detrimento del dólar estadounidense. Como resultado, el euro cotizaba el 3 de mayo a 1,26 dólares estadounidenses, es decir, un 4,3% por encima del nivel de finales de marzo y un 1,5% por encima de la media del año 2005.

YEN JAPONÉS/EURO

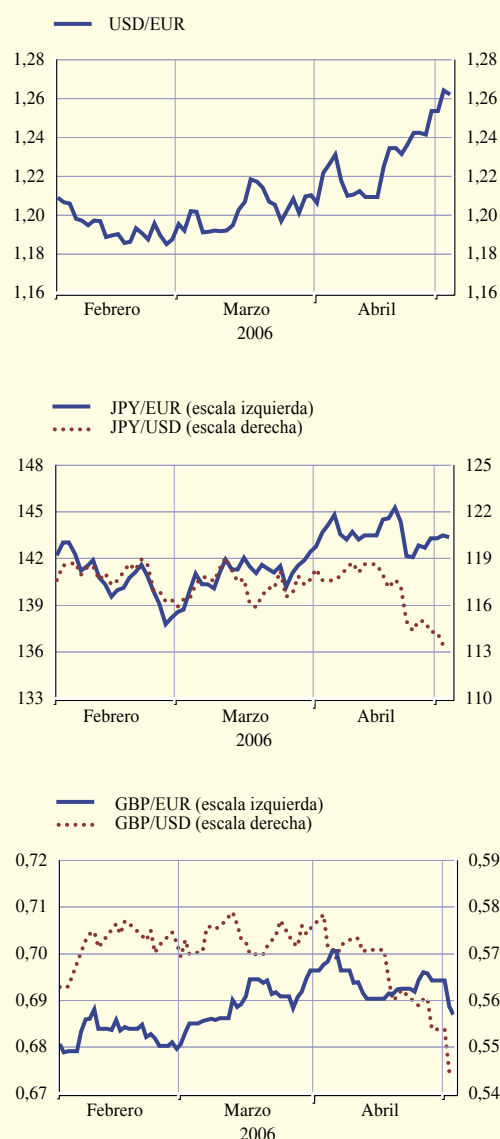
El euro se apreció moderadamente frente al yen japonés durante el período de referencia, en un entorno de notables fluctuaciones. Tras apreciarse durante la mayor parte del mes de abril, en un contexto de informaciones positivas sobre las perspectivas económicas de la zona, el euro experimentó un debilitamiento transitorio después de que, el 21 de abril, se publicara el comunicado de prensa del G7 en un clima de apreciación de casi todas las monedas asiáticas. No obstante, la moneda única se había apreciado de nuevo a finales de abril y, el 3 de mayo, cotizaba a 143,4 yenes, es decir un 0,7% por encima del nivel de finales de marzo y un 4,8% por encima de la media del año 2005 (véase gráfico 27).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

La mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y continuaron cotizando al tipo de cambio correspondiente a la

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

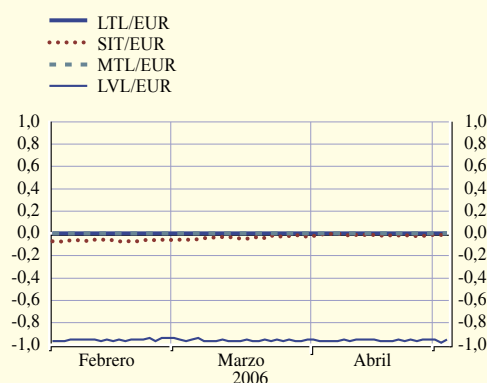
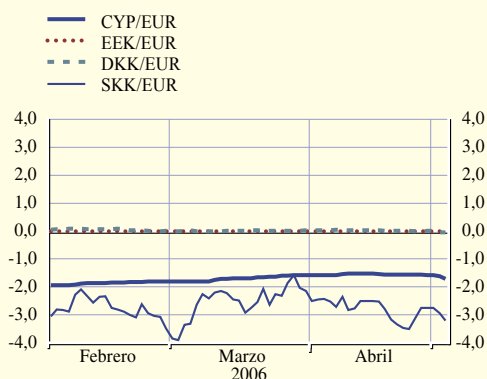
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

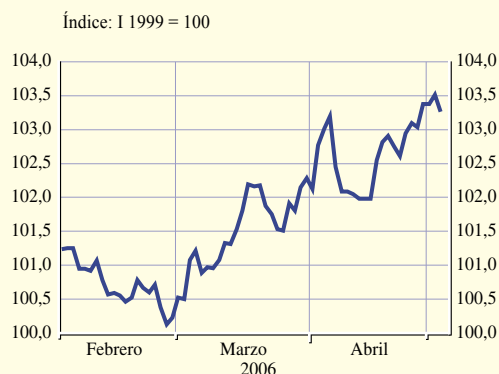


Fuente: BCE.

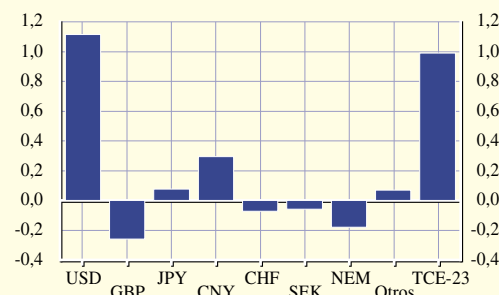
Notas: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/alta de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

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

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
31 marzo 2006 a 3 mayo 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.

paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 28), con la excepción de la corona eslovaca, que se apreció un 1,1% para cotizar, el 3 de mayo, un 3,2% por encima de su paridad central en el MTC II. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a la libra esterlina, cotizando el 3 de mayo a 0,69 libras, es decir, un 1,4% por debajo del nivel de finales de marzo y un 0,5% por encima de la media del año 2005. También se depreció frente a la corona sueca (1,3%) y frente al zloty polaco (3,2%).

OTRAS MONEDAS

Entre finales de marzo y el 3 de mayo, el euro se depreció frente al franco suizo (1,1%), la corona noruega (2,6%), el dólar australiano (3,4%) y el dólar canadiense (0,7%) y se mantuvo prácticamente estable frente al won surcoreano. Por último, en un contexto de debilidad generalizada del dólar esta-

dounidense, el euro se apreció significativamente frente a las monedas asiáticas vinculadas a la moneda estadounidense, sobre todo, frente al renminbi chino (4,3%) y frente al dólar de Hong Kong (4,2%).

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Como consecuencia de esta evolución de los tipos de cambio bilaterales del euro, el 3 de mayo, el tipo de cambio efectivo nominal, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 1% por encima del nivel registrado a finales de marzo y en un nivel próximo a la media del año 2005 (véase gráfico 29).

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos, correspondientes a febrero del 2006, indican un fuerte repunte del crecimiento, tanto de las importaciones como de las exportaciones, tras la desaceleración observada en el cuarto trimestre del 2005. Al mismo tiempo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses volvió a incrementarse en febrero, ya que el mayor coste de las importaciones de petróleo siguió reduciendo el superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, las entradas netas acumuladas de doce meses en el agregado de inversiones directas y de cartera, que se habían ido reduciendo desde el verano del 2005, se transformaron en salidas netas en febrero, debido principalmente al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera.

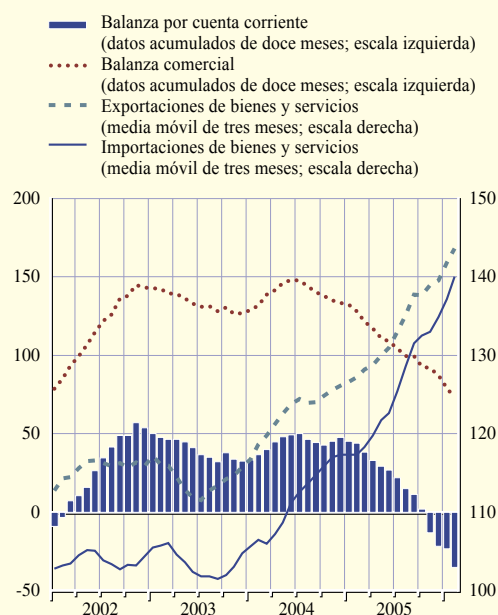
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos indican un fuerte repunte del crecimiento, tanto de las importaciones como de las importaciones, tras la desaceleración observada en el cuarto trimestre del 2005 (véase gráfico 30). La media móvil de tres meses de las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó un 3,3% en febrero del 2006 en comparación con la cifra de noviembre del 2005. Este incremento se debió a un notable aumento del 4,6% de las exportaciones de bienes, mientras que las exportaciones de servicios se redujeron un 0,5% (véase cuadro 8). Durante el mismo período, las importaciones nominales se incrementaron un 5,2%, como consecuencia de los aumentos registrados en las importaciones de bienes y servicios, que se cifraron en un 6,6% y un 0,9%, respectivamente.

La desagregación del comercio de bienes de la zona del euro por volúmenes y precios (disponible hasta diciembre del 2005), así como otros datos disponibles indican que el reciente vigor de las exportaciones nominales podría deberse, en su mayoría, al robusto crecimiento de las exportaciones reales. Aunque éstas se redujeron notablemente en octubre, y, como consecuencia, se produjo una caída general del crecimiento de

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2006		Media móvil de tres meses período que finalizó en			Acumulado de 12 meses período que finalizó en		
	Ene	Feb	2005 May	2005 Ago	2005 Nov	2006 Feb	2005 Feb	2006 Feb
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-0,7	-5,6	0,6	-2,1	-6,3	-3,2	43,7	-33,3
Bienes	0,5	0,5	5,9	3,9	2,7	0,7	97,0	39,6
Exportaciones	108,9	111,8	98,2	102,0	104,8	109,6	1.132,0	1.243,5
Importaciones	108,4	111,3	92,2	98,1	102,1	108,8	1.035,0	1.203,9
Servicios	2,5	2,6	2,3	2,7	3,3	2,9	31,1	33,5
Exportaciones	33,6	34,8	31,8	33,2	34,2	34,0	365,8	399,7
Importaciones	31,2	32,2	29,5	30,5	30,9	31,2	334,8	366,2
Rentas	-0,1	-2,7	-2,6	-3,6	-6,5	-1,5	-25,8	-42,5
Transferencias corrientes	-3,7	-6,0	-5,0	-5,0	-5,8	-5,4	-58,6	-63,8
Cuenta financiera¹⁾	-11,0	11,8	4,9	5,0	10,8	-3,8	22,7	50,6
Total inversiones directas y de cartera netas	-32,2	-6,1	-2,1	18,6	-7,1	-14,3	-2,4	-14,9
Inversiones directas netas	4,9	-25,9	-5,3	-34,9	-3,5	-6,8	-60,0	-151,5
Inversiones de cartera netas	-37,1	19,8	3,1	53,5	-3,6	-7,5	57,6	136,6
Acciones y participaciones	-8,4	10,6	-7,7	54,3	-5,8	11,1	20,6	155,7
Valores distintos de acciones	-28,7	9,2	10,8	-0,8	2,2	-18,6	37,0	-19,1
Bonos y obligaciones	-35,6	-5,4	5,8	-1,4	-5,3	-18,1	38,7	-56,6
Instrumentos del mercado monetario	6,9	14,7	5,0	0,6	7,5	-0,5	-1,6	37,6
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,5	2,8	2,2	3,9	2,9	3,3	8,8	9,7
Importaciones	1,8	2,8	3,7	5,7	3,4	5,2	10,0	14,6
Bienes								
Exportaciones	0,7	2,6	2,4	3,9	2,8	4,6	8,7	9,9
Importaciones	1,4	2,7	4,0	6,4	4,1	6,6	11,3	16,3
Servicios								
Exportaciones	-0,1	3,5	1,6	4,2	3,1	-0,5	9,3	9,3
Importaciones	3,2	3,2	2,8	3,5	1,2	0,9	6,5	9,4

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.

las exportaciones reales en el cuarto trimestre del 2005, repuntaron de nuevo vigorosamente en noviembre y diciembre.

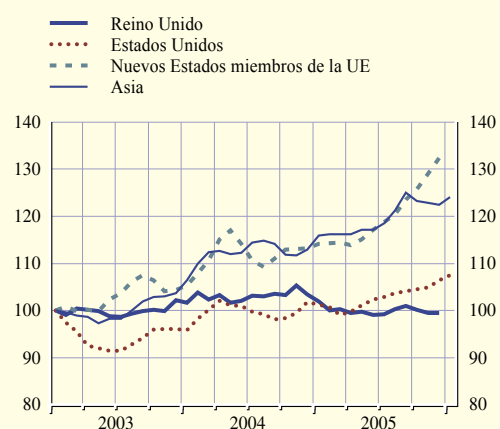
En el gráfico 31 se observa que la evolución de las exportaciones a Asia fue la causa principal de la caída experimentada en octubre, así como de la posterior recuperación. Las exportaciones reales a Estados Unidos y los nuevos Estados miembros de la UE registraron también un sólido crecimiento en los dos últimos meses del 2005, mientras que las exportaciones al Reino Unido siguieron siendo relativamente moderadas durante este período. En lo que respecta a la composición por productos, el fuerte crecimiento de las exportaciones reales de bienes de equipo es el factor determinante del repunte de las exportaciones durante este período. En el primer trimestre del 2006, la pujanza de la demanda mundial, incluida la elevada capacidad de gasto de los países exportadores de petróleo como consecuencia del alza de los precios del crudo¹, parece indicar que el aumento de las exportaciones nominales en los dos primeros meses del año es atribuible al fuerte crecimiento sostenido de las exportaciones reales.

1 Para más información sobre cómo afecta a las exportaciones de la zona del euro el aumento de los ingresos procedentes del petróleo en los países productores de crudo, véase el recuadro 8 del Informe Anual 2005 del BCE, titulado «Reciclaje de la factura del petróleo y su impacto».

El menor crecimiento de los precios de importación, como consecuencia de una caída de los precios del petróleo en el cuarto trimestre del 2005 explica, en parte, la desaceleración del crecimiento de las importaciones nominales de bienes en el mismo período. Por el contrario, los acusados aumentos de los precios de las materias primas, tanto el petróleo como los otros productos, a principios del 2006 parece haber determinado, en gran medida, el fuerte crecimiento de las importaciones nominales en los tres meses transcurridos hasta febrero. El aumento de las importaciones reales también parece haber contribuido al reciente incremento en términos nominales, como se desprende de varios indicadores. En particular, la mayor utilización de la capacidad productiva y el aumento de la producción industrial sugieren que el crecimiento de la demanda en la zona del euro sigue incidiendo positivamente en la evolución de las importaciones reales. Por último, es probable que la reciente fortaleza de las exportaciones de la zona del euro, que normalmente tienen un alto contenido en importaciones, haya estimulado también las importaciones reales.

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero del 2006, salvo para el Reino Unido y los nuevos Estados miembros de la UE (diciembre del 2005).

Por lo que respecta a la balanza por cuenta corriente, en cifras acumuladas de doce meses hasta febrero del 2006, se registró un déficit de 33,3 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB), frente al superávit de 43,7 mm de euros (0,5% del PIB, aproximadamente) contabilizado un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, una caída del superávit de la balanza de bienes de 57,4 mm de euros, atribuible casi en su totalidad al mayor coste de las importaciones de petróleo como consecuencia del alza de los precios del crudo. El aumento del déficit de la balanza de rentas en 16,7 mm de euros contribuyó también al deterioro de la balanza por cuenta corriente. Por su parte, las balanzas de servicios y transferencias corrientes prácticamente no experimentaron variaciones.

La distribución geográfica de la balanza de pagos de la zona del euro correspondiente al año 2005 indica que el cambio de signo de superávit a déficit se debió principalmente a un aumento del déficit de la balanza de bienes frente al grupo de «otros países»², en particular, los países exportadores de petróleo (de 56,4 mm de euros en el año 2004 a 111,8 mm de euros en el 2005). El incremento del déficit de la balanza de rentas en el año 2005 fue resultado, principalmente, de un aumento del déficit frente a Estados Unidos de 17,1 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

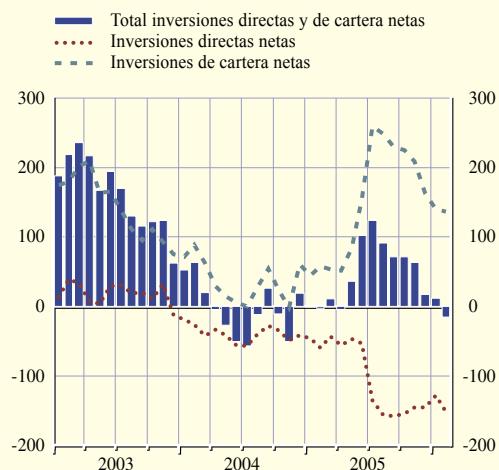
En los tres meses transcurridos hasta febrero del 2006, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 14,3 mm de euros, como resultado de las salidas netas de inversiones directas (6,8 mm de euros) y de inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones (18,6 mm de euros).

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 14,9 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero del 2006, fren-

2 Es decir, excluidos los Estados miembros de la UE, Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos.

Gráfico 32 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.

te a las salidas netas de 2,4 mm de euros contabilizadas en el mismo período un año antes. Durante el período de referencia, este agregado siguió una trayectoria de «U invertida»: hasta el segundo trimestre del 2005 se registró un aumento de las entradas netas, debido sobre todo a las entradas netas de valores de renta variable; a partir de entonces, las entradas se redujeron de forma acusada y se convirtieron en salidas netas en febrero del 2006 (véase gráfico 32).

La disminución de las entradas netas durante el segundo semestre del 2005 se debió, principalmente, al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera. Más recientemente, se ha producido un repunte de la inversión extranjera en valores de renta variable de la zona del euro, al tiempo que la caída de la inversión extranjera en valores distintos de acciones de la zona parece haber llegado a su fin, en vista de las cuantiosas compras de este tipo de valores en febrero del 2006. Las salidas netas de inversiones directas se han mantenido relativamente estables desde octubre.

La desagregación geográfica de las inversiones directas de la zona del euro en el año 2005 indica que el Reino Unido recibió casi el 60% de las inversiones totales de la zona en el exterior. La causa principal fue la adquisición de acciones por parte de los inversores de la zona en el contexto de la reestructuración de Royal Dutch Shell. Esta operación tuvo su contrapartida en unas fuertes entradas netas de valores de renta variable en la zona del euro, ya que se llevó a cabo mediante un intercambio de acciones.

En el mismo período, los principales inversores directos en la zona del euro fueron el Reino Unido (fundamentalmente en forma de acciones y otras participaciones y beneficios reinvertidos) y los nuevos Estados miembros de la UE (en su mayoría en forma de préstamos entre empresas relacionadas). La desagregación geográfica de las inversiones de cartera indica que las salidas de inversiones de cartera de la zona del euro en el año 2005 se dirigieron principalmente hacia el Reino Unido, Estados Unidos y los centros financieros extraterritoriales. Concretamente, los inversores de la zona del euro realizaron grandes compras netas de bonos y obligaciones de Estados Unidos, aunque fueron vendedores netos de instrumentos del mercado monetario estadounidenses.

ARTÍCULOS

CONTRIBUCIÓN DEL BCE Y DEL EUROSISTEMA A LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EUROPEA



En este artículo se ofrece una panorámica actualizada de las labores que actualmente realiza el BCE en materia de seguimiento y evaluación de la integración financiera europea y se describen, utilizando algunos ejemplos, las actividades a través de las cuales el BCE y el Eurosistema contribuyen a estimular ese proceso. El artículo complementa a otro anterior sobre este mismo tema, publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003. El BCE tiene gran interés en que se avance hacia la integración financiera europea, dada la gran importancia que ésta reviste para las tareas del Eurosistema, conforme a lo previsto en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, a saber, mantener la estabilidad de precios mediante la aplicación de la política monetaria única en la zona del euro, contribuir a preservar la estabilidad financiera y promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. De forma más general, la importancia de la integración financiera europea en un contexto económico más amplio también se ha puesto de manifiesto con la reciente renovación de la agenda de Lisboa, que tiene por objeto reforzar el crecimiento económico y aumentar el empleo en Europa, y que cuenta con el pleno respaldo del Eurosistema.

I INTRODUCCIÓN

Por varias razones, tanto económicas de carácter general, como específicas del Eurosistema, el BCE y el Eurosistema tienen gran interés en que avance el proceso de integración financiera europea. Por lo tanto, el BCE realiza un atento seguimiento de dicho proceso. En septiembre del 2005, publicó el primer conjunto de indicadores de integración financiera y un informe complementario, en el que se evalúa la situación en que se encuentra actualmente la integración financiera de la zona del euro. Basándose en parte en ese informe y, en parte, en una extensión de ese análisis, se describen en el presente artículo, como objetivo principal, algunos aspectos de la integración financiera en la zona del euro

Es esencial realizar un análisis continuo de la situación de la integración financiera europea, así como un seguimiento de sus avances a lo largo del tiempo para definir las áreas en las que se está progresando y las áreas en las que hay retrasos, en las cuales quizá sería necesario adoptar medidas. Por consiguiente, el segundo objetivo de este artículo es presentar un resumen de las actividades más relevantes desarrolladas por el BCE y el Eurosistema para promover la integración financiera europea. A este respecto, cabe señalar dos tipos de agentes que se están esforzando por estimular dicha integración: los participantes en los mercados y las autoridades públicas. El Eurosistema considera que la integración financiera es en primer lugar, y sobre todo, un proceso impul-

sado por el mercado. A esta visión contribuye también la disposición general plasmada en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, en el sentido de que el Eurosistema «actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de los recursos». De conformidad con esta disposición, el Eurosistema estima que una de las tareas básicas de las autoridades públicas competentes es la creación de un marco propicio para estimular la integración financiera. Si las fuerzas del mercado aprovechan las oportunidades así creadas, se alcanzará una auténtica integración financiera. Así pues, un análisis de la situación en que se encuentra dicha integración, y el seguimiento de sus avances a lo largo del tiempo son requisitos esenciales para que autoridades públicas como el Eurosistema puedan adoptar medidas orientadas a estimular la integración financiera en las áreas en que se hayan detectado lagunas y deficiencias.

El artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se explican las diversas razones por las que el BCE y el Eurosistema tienen un gran interés en que avance el proceso de integración financiera en Europa. Partiendo de la definición operativa de integración financiera del BCE, en la sección 3 se describe el marco conceptual y se presenta un resumen de la situación actual de la integración financiera en la zona del euro. En la sección 4, con ayuda de algunos ejemplos, se ofrece una panorámica de las diferentes actividades desarrolladas por el BCE y el Eurosistema para promover la in-

tegración financiera. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 INTERÉS DEL EUROSISTEMA EN LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EUROPEA

Varias son las razones por las que el BCE y el Eurosistema tienen un gran interés en la integración financiera europea. En primer lugar, se trata de un proceso de importancia clave para la ejecución de la política monetaria única, en la medida en que promueve la transmisión fluida y eficaz de los impulsos de dicha política a toda la zona del euro. Segundo, porque es de suma relevancia para la misión del Eurosistema de contribuir a preservar la estabilidad financiera. En tercer lugar, es fundamental tanto para la tarea que tiene encomendada el Eurosistema de fomentar el buen funcionamiento de los sistemas de pago, como por su enorme interés en el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de liquidación de valores y pagos. Por último, es un hecho generalmente aceptado que la misma contribuye a aumentar el potencial de crecimiento económico más sólido y no inflacionista. Por consiguiente, el Eurosistema asigna gran importancia a la promoción de los avances en el proceso de integración financiera europea¹.

BENEFICIOS ECONÓMICOS GENERALES

La integración financiera es un componente esencial de la política económica general de la Unión Europea. En 1999, de cara a la aplicación de la estrategia de Lisboa en dicho ámbito, la Comisión Europea puso en marcha el Plan de acción para los servicios financieros (PASF), que se concluyó en el año 2005. En ese año, tras una revisión intermedia, el Consejo Europeo reactivó la estrategia de Lisboa, que persigue dos objetivos principales: reforzar el crecimiento y aumentar el empleo en Europa. El Eurosistema respalda plenamente este programa. Europa necesita urgentemente reformas estructurales, como una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo, un aumento de la competencia en los mercados de bienes y servicios y la promoción del conocimiento y la innovación. Además, la necesidad de reformas estructurales no se limita al aspecto «real» de la economía, sino que

se aplica también al aspecto financiero y, por lo tanto, a la integración financiera. En diciembre del 2005, la Comisión europea publicó el «Libro blanco sobre la política de servicios financieros 2005-2010», que conforma el actual programa de políticas en materia de servicios financieros.

Los beneficios económicos generales que trae consigo la integración financiera pueden resumirse como sigue. Los sistemas financieros sirven para canalizar fondos desde los agentes económicos que tienen un excedente de ahorro hacia los que registran un déficit, y para negociar, cubrir y diversificar y compartir el riesgo. La integración financiera facilita estas funciones, ya que permite compartir y diversificar el riesgo de forma más eficiente y aumenta las posibilidades de alcanzar un crecimiento económico no inflacionista más sólido. Los agentes económicos pueden invertir con más facilidad en otras regiones de la zona del euro y, por lo tanto, diversificar el riesgo de que las posibles perturbaciones locales afecten a la renta y al consumo. Además, en la medida en que la integración financiera aumenta la profundidad y la liquidez de los mercados, crea economías de escala e incrementa la oferta de fondos para aprovechar las oportunidades de inversión. El proceso de integración estimula la competencia, la expansión de los mercados y la intermediación, lo que se traduce en un mayor desarrollo financiero. Éste, a su vez, da lugar a una reducción de los costes de intermediación y a una asignación más eficiente del capital. En última instancia, al asignar recursos a las oportunidades de inversión más eficientes se incrementan las posibilidades de lograr un crecimiento económico no inflacionista más sólido y sostenible. Un sistema financiero como la zona del euro, en el que no todos los componentes están plenamente integrados, implica un coste en términos de crecimiento económico no obtenido.

¹ La determinación del Eurosistema a este respecto se refleja también en la declaración sobre la misión del Eurosistema: «[...] En el Eurosistema, nuestro objetivo primordial es mantener la estabilidad de precios en aras del bien común. Asimismo, como destacada autoridad financiera, dirigimos nuestros esfuerzos a preservar la estabilidad financiera y a promover la integración financiera europea» (Véase la dirección del BCE en Internet http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.en.html).

La base del interés del BCE y del Eurosistema en la integración financiera europea y en sus beneficios económicos generales está en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, que establece que el SEBC «sin perjuicio de este objetivo [mantener la estabilidad de precios], apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad [...] de conformidad con los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2», a saber, lograr un crecimiento sostenible y no inflacionista.

INTEGRACIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

Un sistema financiero bien integrado es esencial para la ejecución de la política monetaria, ya que facilita la transmisión fluida y eficaz de los impulsos de la política monetaria en toda la zona del euro. La transmisión de la política monetaria es el proceso a través del cual las decisiones de política monetaria afectan al nivel de precios y al producto de la economía. Como esas decisiones se aplican y transmiten a través del sistema financiero, el grado de integración financiera afecta a la eficacia de esta transmisión. Si bien la política monetaria única es capaz de garantizar la estabilidad de precios —y así lo ha hecho con éxito en los siete últimos años— aun cuando la integración financiera no llegue a ser completa en algunas áreas, la transmisión de la política monetaria podría, incluso en una situación semejante, afectar a los países de la zona del euro de forma heterogénea.

Esto es evidente si se observan los dos cauces principales de transmisión de la política monetaria: los tipos de interés y el crédito. Cuando el cauce de transmisión son los tipos de interés, los bancos centrales influyen en la asignación intertemporal de los recursos a través de la sensibilidad de la demanda agregada respecto a la variación de dichos tipos. Si bien algunos de sus determinantes (como la elasticidad intertemporal de sustitución del sector hogares) no son observables, es muy probable que en dicha sensibilidad influya la eficiencia con que el sector financiero transmite los cambios en la orientación de la política monetaria a la amplia gama de tipos de interés y rendimientos. La evolución de los tipos de interés de los préstamos y los depósitos bancarios es sumamente importante para las decisiones de

ahorro y financiación de los hogares y de las sociedades no financieras. Las diferencias en los tipos de interés de los bancos se deben no sólo a las condiciones asimétricas de las economías nacionales —como el riesgo de crédito y de tipos de interés, el tamaño de la empresa, la estructura del sector y el desarrollo del mercado de capitales—, sino también a factores institucionales —como las diferencias en la tributación, la regulación y la eficacia de la supervisión— y a las características de las estructuras financieras, como el grado de financiación bancaria en relación con la financiación a través del mercado de capitales y la apertura y la competitividad de los participantes en los mercados en los distintos países de la zona del euro. Las diferencias en la reacción de los tipos de interés bancarios pueden dar lugar a una transmisión ineficiente de la política monetaria única. A este respecto, la mayor integración de los mercados bancarios puede reducir la heterogeneidad de la reacción de los tipos de interés bancarios frente a las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario entre los distintos países de la zona del euro (véase también la sección 3).

El canal del crédito hace hincapié en el papel que desempeña la oferta de crédito bancario. Se refiere al grado en que las actuaciones del banco central afectan al comportamiento de las entidades de crédito en términos de oferta de préstamos y al grado en que la financiación de la economía se basa en dichas entidades. Este cauce de transmisión tiene un efecto sobre las empresas que dependen en gran medida de la financiación que proporcionan esas entidades y que se verían obligadas a abandonar sus proyectos de inversión si no pudieran obtener esos recursos. Una mayor integración financiera a escala internacional, como resultado de la ampliación del fondo de activos disponibles para inversión podría, en potencia, aumentar la heterogeneidad de las carteras de los bancos, permitiéndoles, por ejemplo, contrarrestar más fácilmente un endurecimiento de la política monetaria. El desarrollo de un mercado integrado de renta fija privada es otro factor importante, ya que el cambio de la financiación de origen bancario por la de mercado podría reducir el papel del crédito como cauce de transmisión de la política monetaria.

Desde el inicio de la Unión monetaria, los observadores han manifestado, a menudo, su inquietud respecto a posibles asimetrías e ineficiencias en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y a un impacto potencialmente asimétrico de los impulsos de dicha política en todos los países de la zona del euro². En conjunto, si bien hay alguna evidencia de que los cauces del mecanismo de transmisión de la política monetaria no operan de forma totalmente simétrica en todas las economías de la zona, esas asimetrías parecen compensarse prácticamente unas con otras en lo que se refiere a la respuesta global del producto y la inflación frente a un impulso monetario. No obstante, si parecen existir diferencias que podrían reflejar, además de desigualdades en la estructura de las instituciones y mercados financieros, una falta de integración financiera³. Por consiguiente, y dado que el objetivo de la política monetaria del BCE es salvaguardar la estabilidad de precios en toda la zona del euro, para lo cual cuenta con un instrumento, a saber, el control de los tipos de interés a corto plazo, para hacer frente a las diferencias y las ineficiencias del sistema financiero de la zona del euro también habrá que recurrir a políticas estructurales que fomenten la integración de dicho sistema. Si bien esas medidas no siempre podrían reducir las divergencias económicas a corto plazo, sí reducen los costes económicos derivados de las mismas y aumentan la resistencia de las economías frente a las perturbaciones, facilitando así la transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro.

INTEGRACIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERAS

La integración financiera también es relevante para la tarea que tiene encomendada el Eurosistema de contribuir a preservar la estabilidad financiera⁴. Los resultados de las actividades de seguimiento del BCE respecto a la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto se presentan en la publicación periódica titulada *Financial Stability Review*.

La estabilidad financiera requiere que los principales componentes del sistema financiero, es decir, los mercados financieros, las infraestructuras conexas y las instituciones financieras, sean capaces, conjuntamente, de absorber las perturbaciones ad-

versas. También requiere que el sistema financiero facilite una reasignación fluida y eficiente de los recursos financieros de los ahorradores a los inversores, y que el riesgo financiero se evalúe y valore con precisión y se gestione de forma eficiente. Las ineficiencias en la asignación del capital o las fallas en la valoración del riesgo pueden comprometer la estabilidad futura del sistema financiero y, por lo tanto, la estabilidad económica. La estabilidad financiera también puede verse afectada por ineficiencias que tienen su origen en un sistema financiero insuficientemente integrado.

Por lo tanto, es esencial entender las relaciones entre integración financiera y estabilidad financiera, que son de doble naturaleza. Por un lado, unos mercados financieros más integrados ofrecen mejores oportunidades de financiación y de diversificación del riesgo, lo que ayuda a aumentar la capacidad de las economías para absorber las perturbaciones. Por ejemplo, la banca transfronteriza amplía y profundiza los mercados financieros y aumenta la liquidez y la división del riesgo. Al ampliarse el fondo de activos disponibles para invertir, lo que podría aumentar la heterogeneidad de las carteras de las instituciones financieras, la mayor diversificación del riesgo que se produciría, como consecuencia, debería reforzar la resistencia y la capacidad de absorción de perturbaciones de los intermediarios financieros, lo que incrementaría a su vez la solidez y la fortaleza de un sistema financiero integrado. Por otra parte, la integración financiera conlleva una transformación estructural del sistema financiero, incluida la creación de lazos financieros transfronterizos más estrechos. Como resultado, las implicaciones tam-

2 Véase Angeloni, I., A. K. Kashyap y B. Mojon (eds. 2003), «Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network», Cambridge University Press, y el informe de la red sobre persistencia de la inflación (Inflation Persistence Network), junio del 2005, en la dirección <http://www.ecb.int/home/pdf/research/inflationpersistencepricesettingreport.pdf>.

3 Véanse los artículos titulados «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro» y «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», publicados en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003 y octubre del 2005, respectivamente.

4 En el apartado 5 del artículo 105 del Tratado se establece que el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

bién deben evaluarse desde el punto de vista de los posibles efectos de contagio. Por lo tanto, una comprensión cabal de los efectos de las relaciones internacionales en un sistema financiero cada vez más integrado es un elemento crucial.

En conjunto, es de esperar que los efectos de una mayor integración financiera en la estabilidad del sistema financiero sean positivos en el largo plazo. No obstante, la transformación estructural del sistema financiero mediante una intensificación de la integración financiera es otro de los motivos por los que el BCE realiza un atento seguimiento de este proceso.

INTEGRACIÓN FINANCIERA E INFRAESTRUCTURA DE MERCADOS

La aplicación de la política monetaria única en la zona del euro también se ve afectada por el grado de integración de las infraestructuras financieras, a saber, los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores. Los sistemas de pago y de liquidación de valores son los principales canales por los que se transfieren los flujos de liquidez y los valores para garantizar las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Además, las infraestructuras financieras revisten una importancia capital para la estabilidad del sistema financiero y pueden desempeñar un papel crucial en situaciones de crisis financieras. La única forma de que el sistema financiero funcione sin problemas es que dichas infraestructuras estén adecuadamente integradas.

La promoción del funcionamiento fluido de los sistemas de pago es una de las tareas básicas que contempla el Tratado. El interés del Eurosistema a este respecto abarca todas las facetas de las infraestructuras financieras. Esto se refiere a los sistemas de grandes pagos y a los sistemas de compensación y liquidación de valores, dada la creciente interdependencia entre las infraestructuras de pagos y de valores, que tiene su origen, por ejemplo, en la estrecha relación que existe entre el mercado monetario con garantías y sin garantías. Se extiende también a la creación de sistemas integrados de pequeños pagos, para que el euro se convierta en una moneda verdaderamente nacional y se aprovechen las nuevas posi-

bilidades que ofrecen los avances en la tecnología de la información. Una modernización del sector europeo de pagos de esta naturaleza también estimulará, en última instancia, una integración más completa del sector financiero europeo (véase también sección 4).

3 SEGUIMIENTO DEL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

Dado el gran interés que tiene en la integración financiera europea, como ya se explicó en la sección anterior, el BCE realiza un atento seguimiento de este proceso. A tal efecto, la institución ha diseñado un marco conceptual básico, que se describe a continuación.

ELEMENTOS CONCEPTUALES DEL MARCO DE SEGUIMIENTO DEL BCE

En un primer paso, el BCE ha adoptado una definición de integración financiera: la institución considera que el mercado de un conjunto dado de instrumentos o servicios está plenamente integrado cuando todos los posibles participantes en ese mercado: i) están sujetos a un conjunto único de normas cuando deciden negociar con esos servicios o instrumentos financieros, ii) tienen igual acceso a ese conjunto de servicios o instrumentos financieros y iii) reciben el mismo trato cuando operan en el mercado.

Como se describió anteriormente, los principales componentes del sistema financiero son los mercados financieros, la infraestructura conexas y las instituciones financieras. El BCE, en su definición de integración financiera, utiliza el término «mercado» en un sentido amplio que abarca todos los intercambios posibles de instrumentos o servicios, ya se trate de un mercado organizado, como un mercado bursátil, o de un mercado no organizado, creado por la oferta de un servicio o instrumento financiero de una institución financiera. Además, un mercado financiero puede no estar nunca plenamente integrado sin la integración de la infraestructura correspondiente, en particular, los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores. Por lo tanto, una evaluación global de la situación de la integración financiera requiere que

se examinen todos los componentes del sistema financiero. En este sentido, cabe señalar también que el término «normas», tal y como figura en la definición del BCE, se utiliza igualmente en un sentido amplio, que incluye características tales como leyes y reglamentos, acuerdos de supervisión, convenciones del mercado, autorregulación, y normas y prácticas relacionadas con las infraestructuras financieras. La amplia cobertura de la definición de integración financiera que utiliza el BCE es atribuible al hecho de que, si sólo se cumpliera la primera condición, es decir, la existencia de un conjunto único de normas para un mercado dado, los posibles participantes podrían estar sujetos a discriminación en lo que se refiere a las condiciones de acceso a dicho mercado. Por consiguiente, la definición del BCE incluye una segunda condición, en virtud de la cual los participantes no deben sufrir ningún tipo de discriminación a la hora de acceder a un mercado. La tercera condición para que exista una plena integración financiera es que, una vez que todos los posibles participantes han tenido acceso al mercado, deben ser tratados de forma equitativa cuando operen dentro del mismo.

Finalmente, hay que señalar que, si bien en la práctica la integración financiera es un proceso, la definición adoptada por el BCE describe una situación de integración plena o perfecta. En la medida en que dicha definición constituye un indicador de referencia que permite evaluar el grado de integración financiera, puede utilizarse como base del trabajo analítico y empírico del BCE.

En una segunda etapa, y basándose en la definición adoptada, el BCE ha tratado de encontrar la forma de cuantificar el grado de integración financiera de la zona del euro. En los debates sobre este tema, los argumentos suelen ser de naturaleza cualitativa, exponiéndose la necesidad general de intensificar la integración financiera en vista de los beneficios que conlleva. No obstante, las medidas cuantitativas constituyen la base de una evaluación objetiva, tanto del nivel actual de integración financiera como de su evolución a lo largo del tiempo, es decir, para determinar si el proceso está avanzando, está estancado o incluso se en-

cuentra en una fase de retroceso. Por consiguiente, el BCE publicó en septiembre del 2005 un conjunto inicial de 20 indicadores para medir el grado de integración de los mercados financieros y bancarios de la zona del euro. Esos indicadores se compilaron a partir de las estadísticas ya recopiladas y publicadas por el BCE y de los datos obtenidos utilizando como fuente los mercados⁵. Esta primera publicación incluyó el mercado monetario, el mercado de renta fija pública y privada, el mercado de renta variable y los mercados bancarios, que abarcan las actividades de la banca mayorista y de la banca minorista. El conjunto inicial de indicadores se ampliará, en particular, añadiendo indicadores relativos a las instituciones e infraestructuras financieras.

A continuación, se resume el grado actual de integración financiera de la zona del euro tomando como base algunos de los indicadores ya publicados y de próxima aparición.

GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA ZONA DEL EURO

Si bien el euro ha actuado, en general, como un importante catalizador en la integración de los mercados financieros de la zona, el grado de integración difiere de un segmento de mercado a otro, siendo más alto en los segmentos más próximos a la política monetaria única, sobre todo, el mercado monetario. La rápida integración de este mercado también se ha visto favorecida por la creación de la correspondiente infraestructura del sistema de pagos, el sistema TARGET (véase sección 4).

El mercado interbancario de depósitos sin garantía estaba casi perfectamente integrado al inicio de la Unión Monetaria, cuando la desviación típica de los tipos medios de interés de los préstamos a un día entre los países de la zona del euro era de sólo 3 puntos básicos. Desde entonces esta cifra se ha re-

⁵ La publicación venía acompañada de un informe explicativo que se actualizará todos los años. Para más información sobre los indicadores, véanse también las notas metodológicas del anexo 2 de dicho informe. Los indicadores se actualizan cada seis meses. Véase Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova and C. Monnet (2004), «Measuring financial integration in the euro area», Occasional Paper n.º. 14 del BCE.

ducido a apenas un punto básico. De la misma manera, tanto los indicadores correspondientes a vencimientos más largos en el mercado monetario sin garantía como los del mercado de repos muestran también un grado de integración muy elevado.

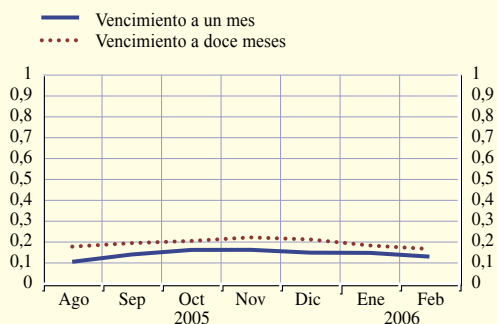
El papel decisivo del euro en la promoción de la integración de los mercados financieros es igualmente visible en la evolución de los mercados de derivados de tipos de interés. Un segmento especialmente importante es el mercado de *swaps* de tipos de interés, incluido el mercado de *swaps* de índices a un día del euro, que es actualmente el mayor del mundo en su categoría. La introducción del índice *swap* del EONIA en junio del 2005 por Euribor FBE y Euribor ACI pone de manifiesto la importancia y el potencial que aún encierra este segmento del mercado. En el gráfico 1 se observa que, desde la introducción de ese índice, la desviación típica entre países de las cotizaciones del índice *swap* del EONIA a diferentes plazos de vencimiento se ha situado sólo entre 0,1 y -0,2 puntos básicos, lo que demuestra la casi perfecta integración de este segmento del mercado.

El segmento menos integrado del mercado monetario es el mercado de valores a corto plazo. Los mercados europeos de pagarés de empresa y certificados de depósito están segmentados en varios mercados. Sin embargo, cabe esperar que se produzcan avances como resultado de la iniciativa STEP (Short-Term European Paper) (véase sección 4).

El grado de integración de los mercados de renta fija pública de la zona del euro es muy elevado, debido principalmente a la desaparición del riesgo de tipo de cambio dentro de la zona y a la convergencia de las expectativas de inflación entre unos

Gráfico 1 Desviación típica del tipo medio *swap* del EONIA en los países de la zona del euro

(media móvil de 61 días; puntos básicos)



Fuentes: Federación Bancaria Europea, cálculos del BCE.

países y otros desde el momento en que se introdujo el euro. Desde entonces, los rendimientos de la deuda pública en los distintos países de la zona del euro han estado determinados, principalmente, por factores y situaciones que afectan, en general, a toda la zona. Una forma de cuantificar el grado de integración es considerar la desviación típica de los diferenciales de los rendimientos de los bonos a lo largo del tiempo. El indicador correspondiente muestra una notable caída en el período previo a la Unión Monetaria, mientras que la desviación típica se mantuvo en valores próximos a cero a partir de entonces. Las diferencias que aún persisten entre los países en lo que a rendimientos de los bonos se refiere pueden explicarse por las diferencias en el riesgo de crédito, en la liquidez y en la disponibilidad de mercados desarrollados de derivados asociadas a los diversos mercados de renta fija. En el siguiente recuadro, se examina la relación entre la integración financiera y las diferencias en el riesgo de crédito.

INTEGRACIÓN FINANCIERA Y DISCIPLINA DE MERCADO: EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

La disciplina de mercado puede definirse en sentido amplio como la presión ejercida por los participantes en el mercado sobre diversas instituciones como las empresas, los bancos y las administraciones públicas para promover políticas económicas sostenibles. En este recuadro la atención se centra en la disciplina de mercado respecto a las administraciones públicas. La deuda emitida por los gobiernos que aplican políticas económicas carentes de solidez se caracteriza porque los niveles de riesgo son más elevados. Los inversores aversos al riesgo buscan una compensación a cambio de soportar ese riesgo extra y, por lo tanto, exigen rendimientos más altos. Las autoridades han de tener en cuenta estos costes de financiación más elevados a la hora de planificar su política económica. Ceteris paribus, la disciplina de mercado constituye un elemento disuasorio contra las políticas fiscales poco sólidas.

La disciplina de mercado resulta más eficaz en los mercados competitivos que funcionan bien. Una condición necesaria para que los mercados financieros fijen correctamente el precio de los bonos soberanos es que los gobiernos tengan acceso a los mercados de capital en las mismas condiciones que otros prestatarios y, en particular, que cada país soporte, en última instancia, el coste total del riesgo crediticio implícito en la respectiva deuda pública. Cualquier presión directa o indirecta para favorecer a los valores públicos de renta fija o, cualquier percepción por parte del mercado, de que un gobierno con una situación de deuda insostenible podría salir del paso con una operación de rescate, introduciría inevitablemente distorsiones en los precios, lo que obstaculizaría el papel de los mercados como instrumento disciplinario. El Tratado de Maastricht reconoce explícitamente la importancia de estas cuestiones en los artículos 101 a 103.

Si se cumplen estas condiciones (y no hay fallos de mercado), unos mercados perfectamente competitivos proporcionarían una evaluación exacta del perfil de riesgo y de rendimiento de cada obligación. En estas circunstancias, las fuerzas de mercado hacen que, en última instancia, los fondos se asignen de la manera más productiva, tomándose debidamente en consideración el riesgo. Casi no hay duda de que los avances en la integración financiera observados en los mercados de deuda pública de la zona del euro en los últimos años han contribuido a mejorar la eficiencia de los mercados financieros en general y de los mercados de renta fija pública en particular. Al eliminar los obstáculos al comercio y crear unas condiciones de auténtica igualdad, la integración financiera eleva el nivel de competencia en los mercados financieros, aumentando así su capacidad para valorar con exactitud los activos. Por consiguiente, la integración de los mercados de deuda pública observada en la zona del euro ha reforzado cualquier efecto disciplinario proveniente del mercado.

A veces se argumenta que la convergencia de los diferenciales de la deuda pública de la zona del euro observada en el periodo anterior al inicio de la UEM demuestra que el proceso de integración financiera puede afectar negativamente al funcionamiento de la disciplina de mercado. Con este razonamiento se pasa por alto el hecho de que la convergencia de los diferenciales reflejaba principalmente la coordinación más estrecha de las políticas monetarias en todos los países de la zona del euro, una compresión general de las primas de riesgo observable también en otros mercados y fuera de la zona, y la progresiva eliminación de la incertidumbre respecto a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Desde 1999, los diferenciales han reflejado, principalmente, los riesgos de liquidez y de crédito, que a su vez reflejan la viabilidad de la situación de las finanzas públicas de cada país. La evidencia disponible a partir de los seguros de riesgo de crédito sugiere que los países con situaciones presupuestarias menos saneadas pagan efectivamente una prima más alta, dado que su riesgo de impago es más elevado, y que los mercados, por lo tanto, siguen ejerciendo una presión disciplinaria sobre los gobiernos¹.

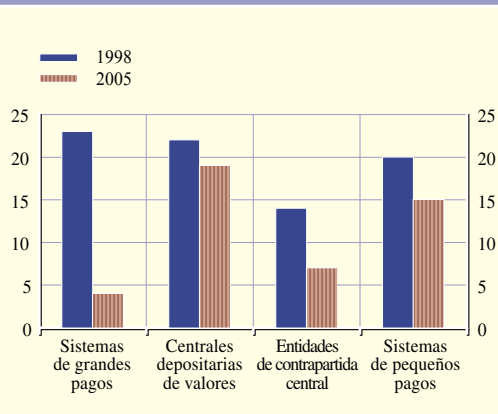
1 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros» en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

Hasta 1999, el mercado de renta fija privada de la zona del euro estaba abierto, principalmente, a los emisores de bonos con calificación crediticia más alta. Desde entonces, se ha ampliado para satisfacer también las necesidades de financiación de los emisores que presentan mayor riesgo. El grado de integración de este mercado es relativamente alto. Los indicadores correspondientes sugieren que el país de origen de la emisión es un factor de muy poca importancia a la hora de explicar los diferenciales entre los rendimientos.

Otros segmentos del mercado presentan aún mayor potencial de integración, como el mercado de renta variable de la zona del euro, que continúa estando bastante fragmentado. No obstante, se está produciendo un gradual proceso de integración. Por ejemplo, los indicadores del BCE revelan que el precio de las acciones en toda la zona del euro responde cada vez más a factores y circunstancias que afectan a toda la zona. Además, la eliminación del riesgo de tipo de cambio dentro de la zona ha estimulado la integración en el sentido de que se ha reducido significativamente «el sesgo a favor del país de origen» en las tenencias de acciones de los inversores institucionales. No obstante, el efecto país sigue siendo un factor demasiado importante como para concluir que el mercado de renta variable de la zona del euro está suficientemente integrado.

Por lo que respecta a mercados de valores como los mercados de renta fija y de renta variable, la mayor integración de la infraestructura básica de compensación y liquidación de valores es un elemento de capital importancia. Por ejemplo, mientras que el número de centrales depositarias de

Gráfico 2 Número de sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores en la zona del euro

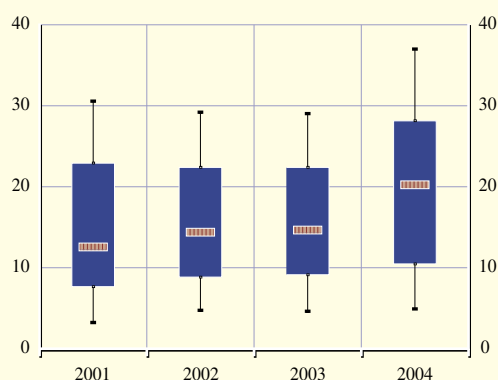


valores pasó de 22 en 1998 a 19 en el 2005, reduciéndose el número de entidades de contrapartida centrales de 14 a 7, el número de sistemas de compensación y liquidación de valores que todavía no están conectados eficientemente entre sí sigue siendo elevado, lo que contrasta, por ejemplo, con los notables avances logrados en la integración de los sistemas de grandes pagos, cuyo número total se ha reducido a 4, frente a los 23 que existían antes de la introducción del euro y del sistema TARGET. El gráfico 2 muestra la evolución, a lo largo del tiempo, del número de sistemas de pago y de infraestructuras de compensación y liquidación de valores dentro de la zona del euro.

Por último, en lo que se refiere a los mercados bancarios, un aspecto que puede controlarse en relación con el grado de integración es la evolución de la banca transfronteriza en la zona del euro. Al respecto, un posible indicador es la evolución, a lo

Gráfico 3 Dispersión de los activos de sucursales y filiales en los países de la zona del euro

(en porcentaje del total de activos del sector bancario)

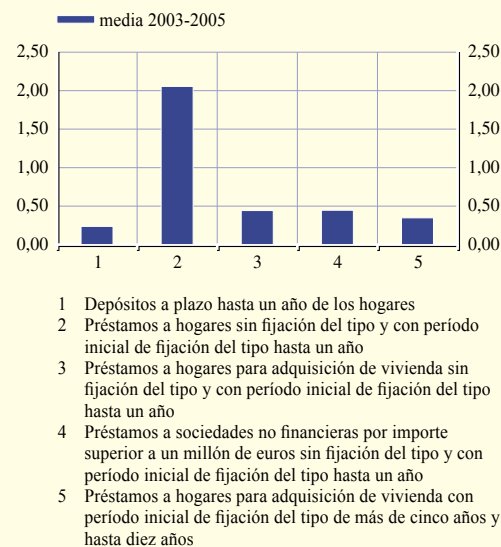


Fuentes: BCE, Comité de Supervisión Bancaria.
Nota: Los marcadores superior e inferior representan las observaciones mínima y máxima. Ambos se han corregido para compensar el efecto de posibles observaciones atípicas. La parte inferior del recuadro representa el primer cuartil, mientras que la superior corresponde al tercer cuartil. La línea marrón es la mediana de los países de la zona del euro.

largo del tiempo, de las estructuras de sucursales y filiales de los bancos en los países de la zona. En el gráfico 3 se presenta la evolución, entre los años 2001 y 2004, de la dispersión de los activos de dichas sucursales y filiales en toda la zona.

Por lo que respecta a los mercados bancarios de la zona del euro hay una diferencia en cuanto al grado de integración entre las actividades relacionadas con el mercado de capitales, las del mercado interbancario (o mayorista) y las de la banca minorista. Por ejemplo, las tenencias de valores y los préstamos interbancarios transfronterizos de la zona del euro han experimentado, en términos relativos, un notable crecimiento desde finales de la década de los noventa, de lo que se deduce que el grado de integración en el segmento mayorista es relativamente elevado. Por el contrario, la integración en la banca minorista no ha avanzado en gran medida. De hecho, existen diferencias manifiestas entre los distintos países de la zona del euro en cuanto al impacto del tipo de interés del mercado monetario sobre los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a su clientela, tanto en lo relativo al nivel como en lo que se refiere a las

Gráfico 4 Desviación típica de algunos tipos de interés aplicados por las IFM en los países de la zona del euro



Fuente: BCE.
Nota: No se incluyen los países en los que los productos bancarios en cuestión no son significativos en términos de volumen.

variaciones a lo largo del tiempo⁶. En el gráfico 4 se presenta la desviación típica de los tipos de interés correspondientes a algunos productos financieros en varios países. En particular, existen diferencias acusadas entre los tipos de interés de los préstamos a los hogares para consumo que aplica cada país de la zona. Si bien la desviación típica es menor para las otras categorías de productos financieros, no por ello es insignificante.

4 ACTIVIDADES DEL EUROSISTEMA PARA FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Un análisis del grado de integración financiera en Europa y el seguimiento de la marcha del proceso a lo largo del tiempo son requisitos necesarios para adoptar posibles medidas encaminadas a cosechar plenamente los beneficios económicos que conlleva dicha integración. Dado su interés en este proceso, el Eurosistema también contribuye a estimularlo. A este respecto, el BCE ha definido cua-

⁶ Véase el artículo titulado «Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro» en el Boletín Mensual de julio del 2005.

tro campos de actuación en los que tanto la institución como el Eurosistema pueden realizar una contribución. A continuación se describen esos campos, junto con algunos ejemplos de las iniciativas emprendidas por el BCE y el Eurosistema.

SEGUIMIENTO DE LOS AVANCES Y CONCIENCIACIÓN

La primera contribución es mejorar el conocimiento y concienciar en mayor medida respecto a la necesidad de la integración financiera europea y medir los avances logrados, lo que se traduce, primordialmente, en el seguimiento de los progresos, entre otras cosas, recurriendo a indicadores estadísticos como se describe en la sección anterior. Otra contribución a este respecto es la comunicación, difundiendo en los discursos que pronuncian los representantes del Eurosistema cuál es su posición y su labor en esta materia. A esto hay que añadir las numerosas actividades de investigación que desarrolla el personal del Eurosistema, junto con representantes del mundo académico, por ejemplo, a través de la red conjunta del BCE y del Centro de Estudios Financieros de la Universidad de Francfort sobre «Mercados de capital e integración financiera en Europa» y en cooperación con los agentes del mercado.

SERVIR DE CATALIZADOR

La segunda contribución es servir de catalizador de las actividades del sector privado facilitando la acción colectiva y ayudando en posibles problemas de coordinación. Como se indicó anteriormente, el proceso de integración financiera viene impulsado, principalmente, por el mercado. No obstante, todavía existen situaciones en las que se producen problemas de coordinación, dado que los incentivos para los participantes en el mercado no están adecuadamente distribuidos. En esos casos, las fuerzas del mercado podrían no estar en condiciones de llevar adelante el proceso de integración y quizá sea necesaria la acción colectiva para poder avanzar. Dada su privilegiada situación institucional, por ser a la vez una autoridad pública con competencias paneuropeas como resultado de sus tareas básicas como banco central, y un participante activo en el mercado que mantiene numerosas relaciones con otros participantes, el BCE junto con el Eurosistema en su conjunto puede desempeñar esta función esencial de catalizador.

Como se explica en la sección 3, los mercados europeos de valores a corto plazo están bastante fragmentados. No obstante, se espera que el proceso de integración avance como resultado de la iniciativa STEP liderada por la ACI, la Asociación de Mercados Financieros, y la Federación Bancaria Europea (FBEE). Esta iniciativa tiene por objeto fomentar la convergencia de las normas y prácticas mediante el cumplimiento, por los participantes en el mercado, de la Convención de Mercado STEP, que abarca la divulgación de información, la documentación, la liquidación y las estadísticas⁷. El Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos⁸ ha prestado asistencia legal para esta iniciativa. El Eurosistema ha respaldado la iniciativa STEP desde su creación. Concretamente, brinda asistencia técnica para el proceso de etiquetado durante los dos primeros años, y el BCE elabora estadísticas sobre rendimientos y volúmenes en el mercado STEP, que se publican en la dirección del BCE en Internet. Se espera que estas estadísticas desempeñen un papel importante para estimular la integración de los mercados europeos de valores a corto plazo aumentando la transparencia de los mismos.

Otro ejemplo digno de mención es el área de los pequeños pagos. Como puede observarse en el gráfico 2, a diferencia de la evolución de los sistemas de grandes pagos, la situación de los pagos al por menor casi no ha cambiado en comparación con la que existía antes de la Unión Monetaria: en el año 2005, todavía quedaban en la zona del euro 15 sistemas diferentes de pequeños pagos en comparación con los 20 de 1998. No obstante, el sector bancario ha puesto en marcha una iniciativa para crear una zona única de pagos para el euro (SEPA), que permitirá a los ciudadanos, las empresas y las autoridades públicas europeas

7 En la dirección del Secretariado de STEP en Internet (www.step-market.org) se presenta información sobre las normas de STEP y los memorandos informativos de todos los programas con la etiqueta STEP.

8 El Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos (EFMLG, en su siglas en inglés) se creó en 1999 al objeto de analizar la promoción de iniciativas para lograr una mayor armonización de las actividades de los mercados financieros europeos. Los miembros se eligen entre las entidades de crédito de la UE más activas en dichos mercados, a saber, los paneles del EURIBOR y del EONIA. El grupo está presidido por el BCE.

efectuar pagos desde cualquier país de la zona a partir de una cuenta bancaria única, utilizando un conjunto único de instrumentos de pago, con la misma facilidad y seguridad con que se realizan actualmente en el contexto nacional. Además, se producirá la migración de las infraestructuras nacionales a una infraestructura de pagos paneuropea, caracterizada por la total interconexión de las infraestructuras que cumplan la SEPA. Se prevé que la integración de los pagos al por menor produzca cuantiosos beneficios financieros como resultado de la estandarización y la apertura de los mercados de servicios de pagos a una mayor competencia. El Eurosistema respalda esta iniciativa y actúa como catalizador. Entre el Eurosistema y el sector bancario existe una coordinación de alto nivel, y el BCE ha organizado varias reuniones en las que han participado usuarios finales de la SEPA.

Un ejemplo de la función de catalizador en el campo de la documentación jurídica estándar de los mercados es el Acuerdo Marco para las Transacciones Financieras (el Acuerdo Marco Europeo (EMA)). El EMA es la primera norma paneuropea para las operaciones en los mercados. Contribuye a la integración financiera permitiendo la negociación transfronteriza sobre la base un acuerdo marco que constituye a la vez una norma nacional y paneuropea. El EMA, que es un acuerdo marco multilingüe, multijurisdiccional y multiproducto, puede utilizarse para documentar cesiones temporales, operaciones en moneda extranjera, derivados y préstamos de valores y sirve, en general, para maximizar la compensación entre productos y las posibilidades de ajuste de márgenes y para reducir el riesgo básico en la documentación. El BCE participó en su redacción y lo utiliza en las operaciones pertinentes.

El BCE también ha participado en varias iniciativas del Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos relativas a la armonización de las disposiciones sobre compensación y la legislación sobre titulización en la UE, los derechos evidenciados por anotaciones en cuenta y la prestación de asesoramiento en lo referente a la autoridad de firma de los participantes en el mercado financiero.

ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO DEL SISTEMA FINANCIERO

La tercera contribución consiste en asesorar sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero europeo. Como se indicó anteriormente, aunque la integración financiera es, básicamente, un proceso impulsado por el mercado, una tarea esencial que compete exclusivamente a las autoridades públicas es la instrumentación de un marco legislativo y regulador eficaz que allane el camino para una mayor integración financiera estableciendo normas básicas comunes y eliminando los obstáculos a las transacciones transfronterizas.

El Eurosistema contribuye regularmente en numerosos ámbitos relacionados con la política de servicios financieros y con la regulación financiera de la UE. Concretamente, contribuyó a las consultas públicas de la Comisión Europea respecto a las prioridades en cuanto a la política de servicios financieros para los próximos cinco años. En esa contribución, el Eurosistema expresaba su amplio respaldo a la orientación general de la política de la Comisión, por ejemplo la necesidad de procurar la convergencia en materia de supervisión y la necesidad de consolidación y aplicación coherente del marco legislativo en vigor para los servicios financieros, objetivos que deben alcanzarse aprovechando el potencial del marco institucional vigente, por ejemplo, el marco de comitología Lamfalussy. La consulta sobre este Libro Verde llevó a la Comisión Europea a publicar, en diciembre del 2005, su «Libro Blanco sobre política de servicios financieros 2005-2010». Se ha prestado especial atención a los temas de compensación y liquidación, banca minorista (por ejemplo, crédito hipotecario) y fondos de inversión. El Eurosistema contribuyó también a las dos últimas versiones del Libro Verde.

Además, el apartado 4 del artículo 105 del Tratado establece que habrá de consultarse al BCE sobre cualquier propuesta de acto comunitario y sobre cualquier proyecto de disposición legal que propongan las autoridades nacionales que entre en su ámbito de competencia. Ejemplos concretos en materia de integración financiera son los dictámenes adoptados por el BCE respecto a la Directiva sobre el sistema de activos de garantía y la propuesta de Decisión del

Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre valores depositados en un intermediario⁹.

Además, el Eurosistema fomenta la integración, la eficiencia y la seguridad de la infraestructura europea de compensación y liquidación de valores. Por ejemplo, las «Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union» se desarrollaron en colaboración con el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV)¹⁰. Estos estándares promueven un enfoque armonizado y conducen a la integración de los mercados de capitales de la UE, haciendo hincapié en las soluciones comunes y en la interconexión entre sistemas.

Por último, el BCE participa también en varios comités de la UE que realizan labores relacionadas con la integración financiera europea, como el Comité Económico y Financiero, el Comité de Servicios Financieros y los comités de regulación y supervisión constituidos en el marco de comitología Lamfalussy.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCA CENTRAL

La cuarta contribución consiste en prestar servicios de banca central que también fomentan la integración financiera europea.

Un ejemplo muy destacado es TARGET, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia en euros para la liquidación bruta en tiempo real. De hecho, la rápida integración del mercado monetario del euro, que es una condición sine qua non para la ejecución de la política monetaria (ya que sólo un mercado interbancario integrado puede garantizar una distribución equitativa de la liquidez del banco central y un nivel homogéneo de tipos de interés a corto plazo en toda la zona del euro) se ha respaldado con la creación del sistema TARGET, que ha funcionado desde el primer día de vida de la Unión Monetaria. La creación de la plataforma compartida única TARGET 2, programada para noviembre del 2007, aumentará aún más la integración financiera, ya que facilitará un nivel armonizado de servicio y una estructura de precios única para los pagos nacionales y transfronterizos.

Otro ejemplo es la decisión del Eurosistema de introducir gradualmente una lista única de activos

de garantía para las operaciones de política monetaria a partir de enero del 2007, que sustituya al actual sistema de dos listas¹¹. La lista única debería aumentar la igualdad de condiciones en la zona del euro, fomentar aún más el trato equitativo de entidades de contrapartida y emisores y mejorar la transparencia del sistema de activos de garantía para las operaciones de política monetaria. La decisión a favor de la lista única de activos de garantía subraya también la determinación del Eurosistema de estimular la integración financiera.

Un tercer ejemplo de este tipo de actividad es el modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) vigente para las transferencias transfronterizas de activos de garantía al Eurosistema, además de las que se realizan a través de enlaces entre sistemas de liquidación de valores. En principio, el MCBC se creó como un modelo provisional que dejaría de funcionar tan pronto como el mercado desarrollara alternativas globales y fiables. Sin embargo, hoy día, sigue siendo el principal instrumento para movilizar activos de garantía transfronterizos en el contexto de las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

5 CONCLUSIÓN

En este artículo se presenta una panorámica actualizada de la evaluación que realiza el BCE respecto al grado de integración financiera europea y se describen diversas actividades por medio de las cuales el BCE y el Eurosistema contribuyen a estimular este proceso. En general, la integración financiera europea se ha de contemplar en el contexto de la estrategia de Lisboa. La creación de unos mercados financieros integrados, competitivos y eficientes es un aspecto clave de los objetivos de dicha estrategia para aprovechar al máximo los beneficios en forma de un mayor crecimiento y un incremento del empleo. Tanto el BCE como el Eurosistema

⁹ CON/2001/13 de 13 de junio de 2001 y CON/2005/7 de 17 de marzo de 2005, respectivamente.

¹⁰ Véase la dirección del BCE en Internet, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>. Está previsto actualizar la información antes de finales del 2006.

¹¹ Véase el artículo titulado «La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema» en este Boletín Mensual.

asignan particular importancia al hecho de que un sistema financiero integrado es sumamente beneficioso para la eficaz aplicación de la política monetaria única en la zona del euro y para la transmisión de los impulsos de dicha política, para la tarea de contribuir a preservar la estabilidad financiera y para el funcionamiento fluido de los sistemas de pago y de liquidación de valores.

En los últimos años se han logrado avances significativos en el proceso de integración financiera europea, a los que ha contribuido la introducción del euro. Sin embargo, el proceso sigue yendo a la zaga, en particular, en los servicios financieros minoristas, tanto en lo que se refiere a las actividades de la banca minorista como a los servicios de infra-

estructura de sistemas de pago, y en lo que respecta a la infraestructura de compensación y liquidación de valores de la zona del euro.

Si bien la integración financiera es, en primer lugar y sobre todo, un proceso impulsado por el mercado, requiere también una interacción eficaz entre las fuerzas del mercado y las actuaciones de las autoridades públicas. Ejemplos como las iniciativas STEP y SEPA demuestran que el sector privado puede contribuir de forma sustancial a la integración del sistema financiero europeo. El BCE y el Eurosistema se felicitan por este tipo de iniciativas impulsadas por el mercado y continuarán apoyándolas actuando como catalizador.

LA LISTA ÚNICA DEL SISTEMA DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA



En este artículo se explica el proceso de sustitución del actual sistema de dos listas de activos de garantía por una lista única. En términos generales, el establecimiento de una lista única contempla dos pasos. Como primer paso, que concluyó en mayo del 2005, se introdujeron ciertas modificaciones en los activos negociables. Como segundo paso, que entrará en vigor en enero del 2007 y finalizará en enero del 2012, se incluirán activos no negociables, especialmente los préstamos bancarios¹, en la lista única. Esta lista, que se establece para solventar las dificultades que iba presentando el sistema de dos listas de activos de garantía ante el creciente grado de integración de los mercados financieros de la zona del euro, tiene por finalidad potenciar la igualdad de condiciones en la zona del euro, fomentar el trato equitativo para las entidades de contrapartida y los emisores y propiciar una mayor transparencia del sistema de activos de garantía. Asimismo, la lista única responde al aumento de la demanda de activos de garantía en los mercados mayoristas de valores privados y al uso creciente de activos de garantía por el Eurosistema. De una forma más general, al dotar de mayor liquidez a una categoría entera de activos, como los préstamos bancarios, la lista única promueve el buen funcionamiento del sistema financiero de la zona del euro. Sin embargo, dado que la admisión de categorías muy dispares de activos plantea varios retos en relación con el diseño y el mantenimiento del sistema de activos de garantía, el Eurosistema seguirá sometiendo el sistema a revisión en los próximos años, con vistas a perfeccionarlo.

I INTRODUCCIÓN

El actual sistema de dos listas de activos de garantía fue adoptado en 1998 para garantizar una transición fluida al euro. En junio del 2003, el Eurosistema inició una consulta pública sobre las medidas requeridas para mejorar el sistema. Tras la favorable acogida recibida por esta iniciativa, el Consejo de Gobierno aprobó, en principio, la introducción de una lista única en el sistema de activos de garantías, y decidió que esta lista se implantaría de forma gradual. El primer paso, centrado en los activos negociables, se llevó a cabo en mayo del 2005. El segundo paso, que prevé la inclusión de los préstamos bancarios, comenzará en enero del 2007 y finalizará en enero del 2012.

En este artículo se explica el proceso de sustitución del actual sistema de dos listas de activos de garantía por una lista única. En la segunda sección se expone el fundamento de la lista única. En la tercera, se examinan la disponibilidad y la utilización de los activos de garantía. En la cuarta, se ofrece información más detallada sobre la implantación gradual de la lista única. Para concluir, la quinta sección señala algunos retos futuros para el sistema de activos de garantía del Eurosistema.

2 FUNDAMENTO DE LA LISTA ÚNICA DE ACTIVOS DE GARANTÍA

Siguiendo las prácticas de los bancos centrales de todo el mundo, el Eurosistema sólo proporciona liquidez al sistema bancario a cambio de activos de garantía. De conformidad con el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de efectuarse con garantías adecuadas.

Por un lado, el concepto de garantías adecuadas tiene por objeto evitar que el Eurosistema incurra en pérdidas en sus operaciones de crédito. El Eurosistema es poco propenso a asumir riesgos de crédito, ya que desea asegurar la protección de los recursos que le han sido confiados, así como su propia independencia financiera. Además, el acceso al crédito del banco central ha de basarse en los principios de transparencia y de trato equitativo. Las operaciones de crédito sin garantías no serían compatibles con estos principios o con el de rendición de cuentas del banco central, dado que implicarían cierto grado de discreción en la gestión del riesgo de contraparte. Por otro lado, los activos de garantía entregados a cambio del crédito concedido por el banco central deben per-

¹ En relación con la expresión «préstamo bancario», aunque en el texto en inglés de este artículo se utiliza el término «bank loan», el término legal es «credit claim».

mitir que el Eurosistema desempeñe sus funciones de manera eficiente. Entre las funciones definidas en el apartado 2 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea figuran la ejecución de la política monetaria y la promoción del buen funcionamiento de los sistemas de pago. Así pues, las entidades de contrapartida han de poder contar con suficientes activos de garantía, a fin de que el Eurosistema pueda proporcionar la liquidez que considere necesaria a través de sus operaciones tanto de política monetaria como de sistemas de pago. Si la política instrumentada tuviese como resultado la escasez de activos de garantía en la totalidad o en una parte importante del sector bancario, la eficiencia del sistema de activos de garantía del Eurosistema quedaría en entredicho, porque uno de los principios de la política monetaria del Eurosistema es la necesidad de garantizar la participación de una amplia gama de entidades de contrapartida. Por otra parte, la utilización de un sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR), como TARGET, para el procesamiento de los grandes pagos en euros requiere la inyección de crédito intradía por el banco central. En consecuencia, el buen funcionamiento de TARGET depende fundamentalmente de la disponibilidad de suficientes activos de garantía, no sólo de forma agregada sino también para cada banco individualmente.

El Eurosistema adoptó el sistema de dos listas de activos de garantía para facilitar la transición al euro. Para participar en las operaciones de crédito del Eurosistema, las entidades de contrapartida pudieron utilizar los activos que mantenían en sus balances, lo que contribuyó a reducir los costes de adaptación al nuevo sistema. Al inicio de la UEM, los activos de garantía se dividieron en dos listas para tener en cuenta las diferencias existentes entre las estructuras financieras de los distintos Estados miembros. La lista «uno» incluye los instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección establecidos para el conjunto de la zona del euro. La lista «dos» comprende activos que se consideran de particular importancia para determinados mercados financieros y sistemas bancarios nacionales y que sólo cumplen los criterios de selección nacionales. En los distintos países de la zona del euro,

la lista «dos» incluye diferentes categorías de activos, aunque en principio todos pueden utilizarse de forma transfronteriza en la zona.

El actual sistema de dos listas ha cumplido eficazmente el objetivo de asegurar a las entidades de contrapartida suficientes activos de garantía para las operaciones de política monetaria y de sistemas de pago. Por ejemplo, incluso en la transición al año 2000 el sistema de activos de garantía tuvo la capacidad necesaria para hacer frente al considerable incremento transitorio de la demanda de estos activos. Sin embargo, el sistema de dos listas presenta también importantes inconvenientes. El hecho de que determinadas categorías de activos estén admitidas en algunos países, y no en otros, puede menoscabar la igualdad de condiciones en la zona del euro. Los participantes en el mercado han expresado su preocupación respecto a la admisión de activos no negociables, como los préstamos bancarios, sólo en un número reducido de países. Dado que los préstamos bancarios están principalmente en manos de entidades de contrapartida nacionales, por lo que no son directamente accesibles de forma transfronteriza, son las entidades de contrapartida de los países en los que estos préstamos se incluyen en la lista «dos» las que pueden beneficiarse en mayor medida de los bajos costes de oportunidad que supone su utilización como activos de garantía. Por este motivo, se corre el riesgo de que el sistema actual favorezca la creación de «nichos», gracias a los cuales una determinada categoría de entidades de contrapartida tendría acceso privilegiado a las operaciones de crédito del Eurosistema mediante el uso de activos de garantía que no estarían disponibles para las demás entidades. Por otra parte, el sistema de dos listas, que da lugar a criterios de selección heterogéneos en los distintos países, no favorece la transparencia.

Para solventar las dificultades que presenta el sistema de dos listas ante el grado creciente de integración de los mercados financieros de la zona del euro, el Eurosistema está trabajando en la introducción de una lista única de activos de garantía, que tiene por finalidad potenciar la igualdad de condiciones en la zona del euro, fomentar el trato equitativo para las entidades de contrapartida y

los emisores y propiciar una mayor transparencia del sistema de activos de garantía. Además, la lista única responde al hecho de que, con la utilización creciente de activos de garantía en los mercados mayoristas de valores privados y con el uso relativamente elevado de estos activos por el Eurosistema, existen ahora diferentes demandas, que compiten entre sí, sobre los activos de garantía en poder de las entidades de crédito. De una forma más general, al dotar de mayor liquidez a una categoría entera de activos, como los préstamos bancarios, la lista única promueve el buen funcionamiento del sistema financiero de la zona del euro.

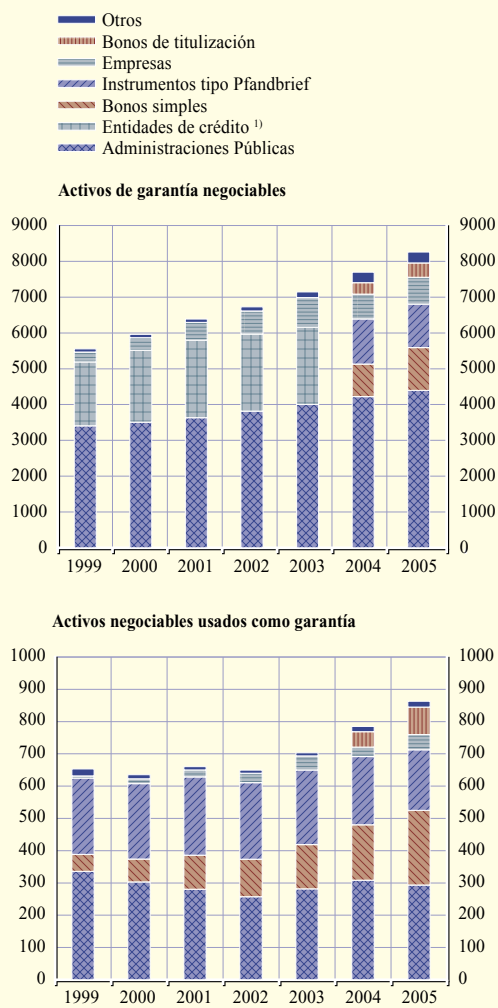
3 DISPONIBILIDAD Y UTILIZACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

En las operaciones de política monetaria y de crédito intradía, el volumen disponible de activos de garantía y el efectivamente utilizado han crecido de forma constante desde la introducción del euro. En términos nominales, el volumen de todos los activos de garantía negociables aumentó, desde unos 5,5 billones de euros en 1999, hasta unos 8,5 billones de euros a finales del 2005, de los que, sin embargo, una parte importante no está en manos de las entidades de contrapartida. Aproximadamente el 11% de estos activos, es decir, 902 mm de euros, fue depositado como garantía en el Eurosistema². La lista de activos de garantía negociables, que asciende actualmente a unos 24.000, se publica diariamente en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

Dado que se aplican criterios de selección generales, el sistema de activos de garantía del Eurosistema sigue la evolución del mercado y responde a sus innovaciones. En consecuencia, el volumen nominal y la composición del conjunto de activos de garantía han evolucionado de acuerdo con las tendencias generales de los mercados financieros de la zona del euro. Los mercados de renta fija han crecido considerablemente y se han diversificado rápidamente tras la introducción del euro. Estas tendencias fueron impulsadas, en particular, por los mercados privados de capitales (mercados de renta fija privada, valores de renta fija emiti-

Gráfico | Activos de garantía negociables y su uso en las operaciones de crédito del Eurosistema

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Sólo se dispone de los datos de entidades de crédito desglosados por instrumentos tipo Pfandbrief y bonos simples a partir del 2004.

dos por instituciones financieras y la creciente emisión de bonos de titulización), favorecidos por la liquidez y la integración de unos mercados de derivados en plena expansión³.

2 Sin embargo, no todos los activos depositados como garantía se utilizan efectivamente. Las entidades de contrapartida tienden a mantener en el Eurosistema más activos de garantía de los que utilizan realmente.

3 Por ejemplo, el saldo vivo de obligaciones de empresa creció un 97%, hasta 534 mm de euros, entre los años 1999 y 2005, mientras que la deuda pública denominada en euros aumentó un 38%, hasta 4.195 mm de euros, durante el mismo período.

Por lo que se refiere a la demanda, tras permanecer relativamente estable entre los años 1999 y 2002, la utilización de activos de garantía por el Eurosistema se ha incrementado en torno al 33% en años posteriores, desde 650 mm de euros en el 2002, hasta 866 mm de euros en el 2005 (en medias anuales). Este aumento puede atribuirse, principalmente, al mayor volumen de operaciones de política monetaria requeridas para hacer frente al creciente déficit de liquidez del sistema bancario, originado, a su vez, por el incremento constante de la cantidad de billetes en circulación desde la introducción física del euro en el 2002. Por el contrario, la utilización de activos de garantía en las operaciones de crédito intradía se ha estabilizado, debido a la mayor eficiencia de los sistemas de pago. Así pues, las necesidades de liquidez de los participantes se han reducido merced a la introducción de características favorables al ahorro de liquidez en los modernos sistemas de grandes pagos, entre las que cabe destacar el uso de algoritmos compensatorios en los SLBTR.

La composición del conjunto de activos utilizados como garantía en las operaciones con el Eurosistema no refleja con precisión la composición general de los mercados de deuda, como puede observarse en los dos paneles del gráfico 1. La comparación entre los activos de garantía admitidos y los que se

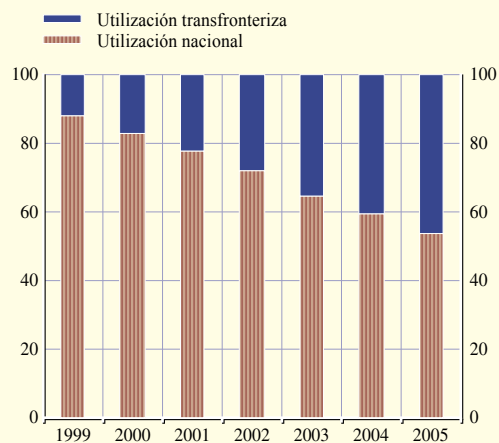
depositan en las operaciones de crédito realizadas con el Eurosistema muestra que las entidades de contrapartida tienden a presentar al Eurosistema proporcionalmente más activos con menor liquidez en los mercados secundarios, como los instrumentos tipo Pfandbrief, los bonos simples de entidades de crédito y los bonos de titulización; por su parte, la deuda pública se usa menos que proporcionalmente. Esta tendencia se ha consolidado con el tiempo: la proporción de deuda pública en los activos depositados como garantía ha disminuido, desde el 50% en el año 1999, hasta el 33% en el 2005, mientras que el porcentaje de bonos de titulización y de bonos simples se situó en el 10% y el 27%, respectivamente, en el 2005. En ese mismo año, las cuotas de estos activos en el conjunto del mercado alcanzaron el 52%, el 5% y el 15%, respectivamente⁴.

El crecimiento del uso transfronterizo de activos de garantía, por el que una entidad de contrapartida de un determinado país de la zona del euro utiliza activos de garantía originados en otro país de la zona, es un buen indicador de los avances realizados en la integración de los mercados financieros de Europa. A finales del 2005, casi el 50% de los activos de garantía se utilizaron de forma transfronteriza, frente a sólo un 12% en 1999. En varios países de la zona del euro, los activos de garantía transfronterizos son ya los más utilizados, reflejo de la diversificación geográfica de los activos en poder de las entidades de crédito y de la mayor emisión de eurobonos en las centrales internacionales depositarias de valores.

La mayor utilización transfronteriza de activos de garantía puede relacionarse también con la eficiencia creciente de los procedimientos para su gestión. Los procedimientos del modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC), principal canal de transferencia de activos de garantía transfronterizos en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía del Eurosistema,

Gráfico 2 Utilización nacional y transfronteriza de los activos de garantía

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

4 Véase el artículo titulado «Políticas presupuestarias y mercados financieros», sobre el uso de la deuda pública con distintas calificaciones crediticias como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, en el Boletín Mensual de febrero del 2006.

se han perfeccionado, lo que ha permitido reducir el tiempo de procesamiento. Por otro lado, además de los 59 enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la UE para la transferencia de activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, probablemente en el primer semestre del 2006 se admitirán también los «enlaces indirectos» entre SLV a través de otro SLV (es decir, las combinaciones de enlaces) que cumplan los estándares de usuario del Eurosistema. Sin embargo, pese a que el recurso a los enlaces se haya incrementado recientemente, su uso sigue siendo relativamente limitado, en comparación con la utilización del MCBC. En el 2005, el uso de los enlaces representó en torno al 8% del total de activos de garantía mantenidos por el Eurosistema, frente al 36,8% para el MCBC. Asimismo, cabe señalar que el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del BPI muestra un interés creciente por la utilización de activos de garantía en las operaciones financieras, también a escala transfronteriza. El CPSS ha publicado recientemente un informe relativo a los acuerdos sobre el uso transfronterizo de los activos de garantía, cuyos resultados se exponen de forma resumida en el recuadro 1.

En los últimos años, la demanda de activos de garantía para las operaciones de crédito de los bancos centrales ha competido cada vez más con el uso creciente de estos activos en los mercados mayoristas de valores privados. Las actividades de negociación han experimentado una expansión generalizada, que ha incrementado la necesidad de técnicas de reducción de riesgos, tanto en los mercados al contado como en los de derivados. Además, la ampliación de la gama de participantes en el mercado ha acentuado la necesidad de mejorar la gestión del riesgo de contraparte. Por otro lado, las entidades de contrapartida central (ECC), que utilizan normalmente activos de garantía en la gestión del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez entre las fases de contratación y de liquidación, están extendiendo sus actividades de los derivados y las cesiones temporales a las operaciones simples.

La utilización creciente de activos de garantía ha coincidido con el rápido crecimiento del mercado

de repos observado en Europa en los últimos años. Según las encuestas realizadas por el Eurosistema, el segmento de préstamos garantizados es, en la actualidad, el componente más importante del mercado monetario de la zona del euro, en el que representa cerca del 35% del volumen agregado de contratación⁵. Las encuestas semestrales llevadas a cabo por el Consejo de Repos Europeo de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales revelan que este segmento de mercado registró recientemente un crecimiento interanual comprendido entre el 16% y el 19%, en términos del importe de los contratos vivos⁶. La proporción de operaciones transfronterizas se situó en torno al 53%. En lo que respecta al tipo de activos utilizados como garantía, la composición del mercado europeo de repos es distinta de la del conjunto de activos de garantía presentado en las operaciones de crédito del Eurosistema. En ese mercado, la principal fuente de activos de garantía continúa siendo la deuda pública (86%), lo que indica que los mercados europeos de repos siguen mostrando una preferencia por los activos con mayor liquidez, que son fácilmente transferibles de forma transfronteriza y cuyo riesgo de crédito se puede evaluar sin dificultad.

A la vista del aumento general de la demanda de activos de garantía, en la consulta pública sobre las medidas requeridas para mejorar el sistema realizada en el 2003, el sector financiero manifestó el máximo interés por ampliar la gama de activos de garantía, deseo que el Eurosistema tomó en consideración a la hora de decidir las medidas relativas a la lista única.

5 Véase Euro Money Market Survey, BCE, mayo del 2005.

6 El importe total de los contratos recogidos en la encuesta ascendía a 5.883 mm de euros en diciembre del 2005. Se trata de una estimación muy imprecisa del tamaño total del mercado, ya que no se han resuelto los problemas de doble contabilización y la cobertura del mercado es todavía incompleta.

RESUMEN DE LOS RESULTADOS DEL INFORME DEL G10 SOBRE ACTIVOS DE GARANTÍA

En las últimas décadas, el proceso de globalización ha conducido a las entidades de crédito y a otros participantes en el mercado a ampliar sus operaciones a otros países y a gestionar su liquidez y sus activos de garantía en distintas monedas y jurisdicciones. El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) analizó los acuerdos institucionales a través de los cuales los BCN podrían aceptar «activos de garantía extranjeros», de forma corriente o en situaciones de emergencia, para respaldar las operaciones de crédito intradía o a un día. Los principales resultados de este análisis fueron recogidos en un informe¹ publicado en enero del 2006.

Las principales conclusiones de este informe son las siguientes:

- El proceso de globalización ha favorecido la integración de los mercados financieros, la expansión de las actividades transfronterizas de las entidades de crédito y la utilización de los activos de garantía para reducir los riesgos. La demanda de activos de garantía ha sido impulsada también por las innovaciones técnicas, especialmente por la introducción de la liquidación bruta en tiempo real en los sistemas de pago y de la entrega contra pago en la liquidación de valores. Como consecuencia de todos estos avances, la gestión de la liquidez y de los activos de garantía por parte de las entidades de crédito se ha vuelto más compleja. Las entrevistas realizadas por el grupo de trabajo parecen indicar que, en condiciones de mercado normales, no existe escasez de activos de garantía, aunque puede producirse en situaciones de emergencia.
- El uso de activos de garantía extranjeros varía sustancialmente entre los bancos centrales de los países del G10. Así, mientras que en Suiza y el Reino Unido el volumen de activos de garantía extranjeros utilizados en las operaciones corrientes de los bancos centrales es importante, en otros países es mucho más limitado.
- Existe la misma heterogeneidad en los bancos con actividades internacionales, cuyas operaciones han ido creciendo y se han vuelto más complejas a lo largo de los años. Estas entidades han desarrollado una gran variedad de estrategias y de modelos de gestión para adaptarse a las prácticas de mercado y a las normativas locales. Algunas han establecido sucursales, mientras que otras mantienen relaciones de corresponsalía con bancos locales. Sólo algunas entidades actúan directamente en la liquidación y únicamente en un número reducido de monedas, por lo que la participación extranjera en los sistemas de pago es relativamente limitada en muchos países. Para otras monedas, las entidades de crédito recurren a redes bancarias de corresponsalía y solamente unas pocas participan directamente en varios sistemas de pago y de liquidación de valores en todo el mundo.
- En los países del G10, la infraestructura de mercado es, en gran medida, nacional, lo que dificulta la transferencia de activos de garantía de un país a otro. Aunque los horarios de funcionamiento de los sistemas de liquidación y de los sistemas de grandes pagos en estos países coinciden en gran medida, es necesario conseguir una mayor sincronización, especialmente entre las zonas con mayores diferencias horarias.

1 Cross-border collateral arrangements, CPSS, enero del 2006, www.bis.org/publ/cpss71.pdf

Ante estos resultados y dada la heterogeneidad de las condiciones actuales, el informe aboga por una solución flexible. La disparidad de las prácticas existentes aconseja descartar la adopción de una política común para los bancos centrales del G10, a favor de una solución «a la carta». Ello daría a los bancos centrales la facultad de decidir si y en qué condiciones podrían admitirse activos de garantía extranjeros. Sin embargo, no por ello habría que renunciar a la coordinación y la cooperación entre bancos centrales de forma bilateral o multilateral, condición necesaria en aras de la eficiencia, que implicaría el intercambio de información entre los bancos centrales y una mayor operatividad entre las infraestructuras nacionales.

Aparte de este informe, que analiza las actuaciones de los bancos centrales, en el 2005 el sector privado ha desarrollado otras iniciativas promovidas por el Comité de Riesgos de Pagos².

² Global payment liquidity: private sector solutions, Comité de Riesgos de Pagos, Informe del Grupo de Trabajo sobre Liquidez Mundial para Pagos, octubre del 2005.

4 IMPLANTACIÓN GRADUAL DE LA LISTA ÚNICA DE ACTIVOS DE GARANTÍA

El actual sistema de dos listas está siendo sustituido gradualmente por la lista única. Este proceso ha de ser gradual, ya que la lista única incluirá no sólo activos negociables sino también activos no negociables⁷. La aceptación de nuevos tipos de activos negociables como activos de garantía es relativamente sencilla, ya que se dispone de las infraestructuras necesarias a efectos de comprobación, transferencia y movilización. Además, el hecho de que sean negociables ayuda a fijar su precio y a evaluarlos. Por lo general, la información necesaria para evaluar su calidad crediticia es de dominio público. Es muy difícil que los instrumentos no negociables, como los préstamos bancarios, cumplan estas condiciones previas. En consecuencia, es preciso desarrollar sistemas y procedimientos operativos que permitan a los bancos centrales utilizar estos instrumentos como activos de garantía, lo que requiere mucho tiempo.

En términos generales, el establecimiento de la lista única se divide en dos pasos. Como primer paso, el Eurosistema definió las categorías de activos negociables que habrían de incluirse en la lista única, lo que requirió un atento examen de los activos negociables actualmente admitidos en la lista «dos», a fin de determinar los que podrían migrar a la lista única. Asimismo, el Eurosistema efectuó una evaluación de nuevas categorías de activos no admitidos anteriormente. El primer paso hacia el establecimiento

de la lista única, que concluyó el 30 de mayo de 2005, comprendió: (i) la eliminación de las acciones de la lista de activos admitidos; (ii) la especificación de los mercados no regulados admitidos por el Eurosistema a efectos de gestión de los activos de garantía; (iii) el perfeccionamiento del criterio relativo a los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito; y (iv) la introducción de instrumentos de renta fija denominados en euros emitidos por entidades radicadas en países del G10 que no forman parte del Espacio Económico Europeo (EEE).

Como segundo paso, se establecerá un sistema específico de evaluación y movilización de los activos no negociables, especialmente los préstamos bancarios, como activos de garantía. Este segundo paso entrará en vigor en enero del 2007, fecha en la que los préstamos bancarios pasarán a ser admitidos como activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema en todos los países de la zona del euro. Sin embargo, no se aplicará un régimen unificado a los préstamos bancarios hasta el 1 de enero de 2012.

4.1 PRIMER PASO HACIA LA LISTA ÚNICA: ACTIVOS NEGOCIABLES

Como se indicó anteriormente, como primer paso hacia la lista única se adoptaron cuatro medidas.

⁷ Véase la nota de prensa del 5 de agosto de 2004 – Revisión del sistema de activos de garantía del Eurosistema: segundo paso hacia la lista única.

En primer lugar, en agosto del 2004 el Consejo de Gobierno decidió limitar el sistema de activos de garantía a los instrumentos de renta fija y no aceptar las acciones, que podían utilizarse en algunos países como activos de garantía de la lista «dos»⁸. La primera consideración a la hora de descartar las acciones fue que el volumen de acciones admitidas era muy reducido. La segunda fue que las acciones entrañan mayores riesgos que los instrumentos de renta fija, por lo que los criterios de selección han de ser restrictivos, con la consiguiente limitación del volumen de activos de garantía adicionales que pueden ser admitidos. La tercera consideración fue que, al representar legalmente un derecho de propiedad en una empresa, las acciones poseen unas características legales y operativas por las que su utilización por el Eurosistema como activos de garantía es más compleja que la de los instrumentos de renta fija. La cuarta y última consideración fue que, si se admitían las acciones en la lista única, en aras de la coherencia sería difícil excluir otros instrumentos financieros pertenecientes a una categoría intermedia entre renta fija y renta variable (bonos convertibles y deuda subordinada). La aceptación de tales instrumentos financieros con diferentes grados de prelación habría complicado excesivamente los sistemas de activos de garantía y de control de riesgos. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió que no había razones de peso para incluir las acciones en la lista única y estos instrumentos se retiraron de la lista «dos» el 30 de abril de 2005, con lo que dejaron de estar disponibles activos de garantía por un importe nominal de 124,3 mm de euros. Sin embargo, en la práctica las acciones se utilizaban muy poco como activos de garantía en los países en los que estaban admitidas en la lista «dos».

En segundo lugar, con vistas a integrar los instrumentos de renta fija negociables de la lista «dos» en la lista única, el Eurosistema especificó de forma más detallada los criterios que los mercados han de cumplir para que los activos que se negocian en los mismos puedan utilizarse como garantía en las operaciones del Eurosistema⁹. El objeto de estos criterios de selección no es evaluar la calidad intrínseca de los distintos mercados, sino seleccionar los que son fácilmente accesibles para el Eurosistema, para garantizar la ejecución

de las operaciones y la transparencia del proceso de formación de precios. A estos efectos, el Eurosistema definió tres principios de «alto nivel»: seguridad, transparencia y accesibilidad. Mientras que se considera que los mercados regulados¹⁰ se admiten automáticamente, el funcionamiento de los mercados no regulados se evalúa utilizando estos tres principios (esta evaluación se efectuará al menos una vez al año). El 30 de mayo de 2005 se publicó la lista de mercados no regulados admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema. Algunos mercados no organizados actualmente admitidos para los activos negociables de la lista «dos» no están incluidos en esta lista¹¹. Los activos registrados, cotizados o negociados en esos mercados se admitirán hasta mayo del 2007. En diciembre del 2005, el importe nominal de los activos que podrían ser eliminados se situaba en 57,6 mm de euros.

En tercer lugar, se simplificaron las restricciones específicas aplicables a los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que, contrariamente a los instrumentos tipo Pfandbrief, no están respaldados por activos de garantía¹². Sólo se mantuvo la exigencia de que estos instrumentos coticen en un mercado regulado, según se define en la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros.

En cuarto lugar, para hacer frente a la demanda creciente de activos de garantía, el Eurosistema conside-

8 Véase la nota de prensa del 5 agosto de 2004 – Revisión del sistema de activos de garantía del Eurosistema: segundo paso hacia la lista única. Las modificaciones descritas en esta nota fueron anunciadas previamente y explicadas en la nota de prensa del 10 de mayo de 2004 – Revisión del sistema de activos de garantía del Eurosistema: primer paso hacia la lista única.

9 Véase la nota de prensa del 30 de mayo de 2005 – Primer paso hacia la introducción de la lista única de activos de garantía prevista en la versión revisada de la «Documentación General».

10 Los mercados regulados cumplen las normas mínimas comunes y el régimen de supervisión establecidos en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

11 Véase la nota de prensa del 10 de mayo de 2004 – Revisión del sistema de activos de garantía del Eurosistema: primer paso hacia la lista única.

12 El apartado 4 del artículo 22 de la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores inmobiliarios (OICVM) establece los criterios aplicables a los instrumentos tipo Pfandbrief. Los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que cumplan estrictamente estos criterios serán admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema sin restricciones adicionales.

Calendario para el establecimiento gradual de la lista única

Inicio de la consulta pública	Aprobación por el Consejo de Gobierno del establecimiento de una lista única	Primer paso: activos negociables	Segundo paso: inclusión de los préstamos bancarios	Régimen unificado aplicable a los préstamos bancarios
11 de junio de 2003	10 de mayo de 2004	30 de mayo de 2005	1 de enero de 2007	1 de enero de 2012

ró la posibilidad de admitir instrumentos de renta fija negociables extranjeros. En particular, la ampliación de los emisores a entidades establecidas en países del G10 no pertenecientes al EEE (Estados Unidos, Canadá, Japón y Suiza) permitió añadir una cantidad importante de activos denominados en euros emitidos por dichas entidades. Aunque esta ampliación suponía cambios mínimos en el sistema de activos de garantía, había que tener en cuenta ciertos riesgos legales y problemas operativos relacionados con la validez legal y la ejecución de los activos de garantía y con la declaración de impuestos retenidos en la fuente y otras obligaciones de información. En este contexto, se estableció el requisito de presentar un dictamen legal aceptable para el Eurosistema.

Los primeros instrumentos de renta fija emitidos por entidades establecidas en países del G10 no pertenecientes al EEE fueron incluidos en la lista de activos admitidos del BCE el 1 de julio de 2005. Hasta el momento, se han incluido unos 460 nuevos activos, con un saldo vivo nominal total de 142 mm de euros. El Eurosistema está efectuando un análisis más detenido de los aspectos legales de la inclusión de otros emisores, como los emisores que casi pueden considerarse administración pública, y de otros instrumentos de renta fija. Una vez concluido el análisis, es posible que se añadan otros instrumentos de renta fija a la lista.

4.2 SEGUNDO PASO HACIA LA LISTA ÚNICA: INCLUSIÓN DE LOS ACTIVOS NO NEGOCIABLES

En agosto del 2004, el Consejo de Gobierno decidió incluir una nueva categoría de activos, los préstamos bancarios, en la lista única. Dado que en la zona del euro se sigue recurriendo en mayor medida a la financiación bancaria que a la del mercado, con frecuencia los préstamos bancarios ocupan todavía el primer puesto entre los activos de balance de los bancos. Al aceptar estos préstamos

como activos de garantía, el Eurosistema refuerza el principio de dar acceso a las operaciones de política monetaria y de crédito intradía a una amplia gama de entidades de contrapartida. Los préstamos bancarios tienen costes de oportunidad relativamente bajos como activos de garantía, debido a que son instrumentos escasamente negociados, con limitados usos alternativos para las entidades de contrapartida. La disponibilidad de suficientes activos de garantía con un reducido coste de oportunidad, no sólo de forma agregada para el Eurosistema sino también para cada banco individualmente, es un factor relevante, especialmente para el correcto funcionamiento de TARGET, el sistema de grandes pagos del Eurosistema. Por otro lado, al dotar de mayor liquidez a una categoría entera de activos, como los préstamos bancarios, la lista única de activos de garantía promueve el buen funcionamiento del sistema financiero de la zona del euro, lo que puede facilitar indirectamente un desarrollo análogo de las operaciones privadas.

Sin embargo, los préstamos bancarios difieren de los instrumentos negociables en varios aspectos importantes, que plantean retos legales y operativos para el Eurosistema a la hora de admitirlos como activos de garantía. En particular, cabe resaltar los problemas siguientes:

- Los préstamos bancarios comprenden una variedad de instrumentos adaptados a las necesidades específicas de los prestatarios. En consecuencia, no están normalizados y no disponen de una documentación uniforme.
- Habitualmente, los préstamos bancarios y, a menudo, los deudores no reciben una calificación crediticia por parte de agencias especializadas. Para evaluar la solvencia de los deudores, puede ser necesario utilizar otras fuentes de evaluación del riesgo de crédito.

- Las condiciones de los préstamos bancarios pueden incluir la prohibición de venta a terceros, por lo que es preciso asegurarse de que los documentos del préstamo permitan la cesión o participación.
- En Europa, los mercados secundarios de préstamos tienen todavía un tamaño reducido, motivo por el que no existen prácticamente fuentes externas de precios para estos activos.
- Mientras que los sistemas de registro, depósito y anotación en cuenta garantizan la existencia de los activos negociables, no hay salvaguardias para garantizar la existencia continuada de un determinado préstamo bancario.

Estos problemas tienen dos tipos de implicaciones para el Eurosistema. En primer lugar, es necesario definir unos criterios de selección específicos para los préstamos bancarios, a fin de garantizar que cumplan condiciones similares a las de los instrumentos de renta fija negociables para ser admitidos como activos de garantía. En segundo lugar, han de establecerse procedimientos operativos que permitan la evaluación uniforme del riesgo de crédito y garanticen la seguridad de la transferencia y de la movilización de los préstamos bancarios.

En julio del 2005, el BCE publicó los criterios de selección específicos que se aplicarán a los préstamos bancarios a partir del 1 de enero de 2007¹³. El deudor o avalista deberá residir en un país miembro de la zona del euro. Asimismo, los acuerdos de préstamo deberán regirse por la legislación de un país miembro de la zona del euro. Por otro lado, los deudores admitidos se limitan a las sociedades no financieras y a las entidades del sector público. En particular, no se admiten los préstamos interbancarios para evitar posibles incrementos artificiales en el conjunto de activos de garantía de las entidades. Por lo que se refiere a los tipos de préstamos admitidos, no se aceptan las líneas de crédito no dispuestas, los descubiertos en cuenta corriente ni las cartas de crédito. Como en el caso de los instrumentos de renta fija negociables, tampoco se admiten los préstamos bancarios cuyos pagos de principal o de

intereses estén subordinados a los derechos del tenedor de otros préstamos bancarios o de instrumentos de renta fija del mismo emisor. Además, el Eurosistema decidió aplicar un importe mínimo al saldo vivo de cada préstamo bancario. Debido a que los costes de evaluación y gestión de los préstamos bancarios son más elevados que los correspondientes costes de los instrumentos de renta fija negociables, es necesario buscar el equilibrio entre maximizar el valor de los préstamos bancarios disponibles y contener los costes. Desde el 2007 al 2012, cada BCN podrá elegir el importe mínimo que desee y, en el 2012, se introducirá un límite único de 500.000 euros. Por otra parte, el Eurosistema tomará en consideración la posibilidad de aplicar comisiones armonizadas a los préstamos bancarios a partir del 2012. Mientras tanto, cada BCN podrá optar por aplicar o no comisiones para cubrir los costes de gestión de los préstamos bancarios.

Además de los criterios de selección mencionados anteriormente se han de satisfacer diferentes requisitos legales, a fin de asegurar que el Eurosistema disponga de una garantía válida en los préstamos bancarios en caso de incumplimiento por parte de una entidad de contrapartida. Tales requisitos guardan relación con el momento de notificación al deudor de la movilización de los préstamos bancarios, el secreto bancario en torno a la información sobre los deudores, y la eliminación de posibles restricciones a la movilización y liquidación de los préstamos. Dado que no existe en la UE un marco jurídico uniforme para los préstamos bancarios y su utilización como activos de garantía, estos asuntos no se tratan de manera homogénea en las distintas jurisdicciones nacionales. En consecuencia, los requisitos legales y la manera en que se cumplen dichos requisitos pueden variar de un país a otro. Los criterios precisos de selección se definirán en la publicación del BCE titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del

13 Véase la nota de prensa del 22 de julio de 2005 – Sistema de activos de garantía del Eurosistema: inclusión de activos no negociables en la lista única.

Eurosistema» (en lo sucesivo, la «Documentación General»), que será actualizada en el otoño del 2006, y se especificarán en las respectivas documentaciones nacionales. Excepcionalmente, para que los préstamos puedan ser admitidos como activos de garantía, podrán exigirse cláusulas específicas en los acuerdos de préstamo entre la entidad de contrapartida y el deudor. Además de los procedimientos encaminados a verificar el cumplimiento de los distintos criterios de selección, será necesario establecer procedimientos específicos para comprobar la existencia de los activos. Estos procedimientos comprenderán una certificación por parte de las propias entidades de contrapartida y comprobaciones ad hoc realizadas por los BCN y los supervisores¹⁴.

Como cualquier otro activo de garantía, los préstamos bancarios han de satisfacer el requerimiento del Eurosistema de elevada calidad crediticia. Dado que con frecuencia, los deudores de préstamos bancarios no reciben una calificación crediticia por parte de agencias especializadas, el Eurosistema ha considerado necesario, por un lado, basar la evaluación del riesgo de crédito en

una gama más amplia de fuentes de evaluación y, por otro, añadir a los procedimientos de evaluación existentes para los instrumentos de renta fija negociables otros específicos aplicables a los instrumentos no negociables. Éste ha sido uno de los principales retos a los que hubo de hacer frente a la hora de admitir los préstamos bancarios en toda la zona del euro. El recuadro 2 describe los principios básicos y el conjunto de técnicas y normas por las que se establece el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF), centrándose en particular en el nuevo componente relativo a los préstamos bancarios. El ECAF modificado se implantará el 1 de enero de 2007, cuando los préstamos bancarios sean admitidos en todos los países de la zona del euro.

Puesto que los préstamos bancarios no pueden liquidarse a través de la infraestructura de mercado disponible para los instrumentos de renta fija

14 El Eurosistema, conjuntamente con la Comisión Europea, está llevando a cabo un estudio a largo plazo sobre la posible armonización comunitaria del marco jurídico relativo a la movilización de los préstamos bancarios como activos de garantía, especialmente en las operaciones realizadas con el Eurosistema.

Recuadro 2

PRINCIPIOS Y ASPECTOS BÁSICOS DEL SISTEMA DE EVALUACIÓN DEL CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

El sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF) consta de normas y procedimientos por los que se establece y se controla el requerimiento del Eurosistema de «elevada calidad crediticia» de todos los activos de garantía. El acrónimo «ECAF» ha sido adoptado recientemente, al ampliarse el sistema de evaluación del crédito a los instrumentos de renta fija no negociables, pero se entiende que se aplica tanto a los instrumentos de renta fija negociables como a los no negociables. Para evaluar la calidad crediticia de los activos de garantía, el Eurosistema tendrá en cuenta la información procedente de una de las cuatro fuentes siguientes: agencias externas de evaluación del crédito (ECAI, en sus siglas en inglés), sistemas basados en la calificación interna de las entidades de contrapartida (IRB), herramientas externas de calificación (RT) y sistemas internos de evaluación del crédito de los bancos centrales nacionales (ICAS).

El límite del Eurosistema para el riesgo de crédito se define en términos de una calificación crediticia a largo plazo de «A»¹, lo que se traduce en una probabilidad de impago (PD) en un año del 0,10%. Ésta es la medida central del ECAF para establecer la elevada calidad crediticia requerida por el Eurosistema.

1 Calificación crediticia a largo plazo de «A» por parte de S&P and Fitch y de «A3» por parte de Moody's.

Fuentes de evaluación de la calidad del crédito y seguimiento de su funcionamiento

Para garantizar los principios de coherencia, precisión y comparabilidad del ECAF entre las cuatro fuentes de evaluación de la calidad del crédito consideradas, el Eurosistema ha establecido criterios de selección para cada una de ellas, y realizará periódicamente un seguimiento del funcionamiento de las distintas fuentes en relación con el límite de calidad del crédito.

Por lo que se refiere a los criterios de selección, en el caso de las ECAI y de los sistemas IRB, el ECAF se basa en el Nuevo Marco de Capital de Basilea (Basilea II) y en la Directiva sobre adecuación del capital. Según el citado marco, las ECAI y los sistemas IRB están sujetos a un proceso formal de reconocimiento y validación por los supervisores nacionales. Una condición suficiente para ser admitidos en el ECAF es el reconocimiento de la ECAI o del sistema IRB por el supervisor correspondiente. Una RT es una herramienta externa que evalúa la calidad crediticia de los deudores utilizando, entre otras cosas, las cuentas auditadas. Para entrar a formar parte del ECAF, las RT habrán de ser aceptadas individualmente por el Eurosistema. El proceso de aceptación comprenderá elementos del proceso de reconocimiento de las ECAI y de los sistemas IRB establecido en la Directiva sobre adecuación del capital. Las herramientas serán manejadas por sus proveedores. En la actualidad, los ICAS admitidos son gestionados por el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France y el Oesterreichische Nationalbank. Los BCN que decidan establecer un nuevo ICAS estarán sujetos a un procedimiento de validación por el Eurosistema.

El funcionamiento de los distintos sistemas de evaluación del crédito se medirá anualmente en relación con la PD de referencia correspondiente al umbral de calidad del crédito. En caso de que se produzca una desviación significativa de la tasa de impago observada del conjunto de todas las empresas admitidas por un sistema respecto a la PD de referencia, el Eurosistema podrá aplicar, en última instancia, un factor de corrección al umbral de calidad del crédito en las evaluaciones proporcionadas por el sistema que ha incumplido el requerimiento.

Establecimiento de la elevada calidad crediticia

Para evaluar la calidad crediticia de los instrumentos de renta fija negociables, el Eurosistema tiene en cuenta, entre otras cosas, las calificaciones crediticias realizadas por las ECAI, las garantías proporcionadas por avalistas solventes, así como determinados criterios institucionales.

En lo que respecta al establecimiento de la elevada calidad crediticia de los deudores de los préstamos, cada entidad de contrapartida podrá elegir libremente una de las fuentes admitidas (ECAI, sistemas IRB, RT o ICAS) como herramienta principal para evaluar a los deudores o avalistas de los instrumentos de renta fija no negociables que se presenten como activos de garantía. Posteriormente, deberá seguir empleando esta fuente durante un período de al menos un año. Sin embargo, previa presentación de una solicitud motivada, las entidades de contrapartida podrán utilizar más de una fuente de evaluación de la calidad del crédito, por ejemplo, en situaciones de cobertura insuficiente o en otras circunstancias especiales que requieran cierta flexibilidad.

En el caso de los instrumentos de renta fija negociables sin calificación crediticia, para los que el requerimiento del Eurosistema de elevada calidad crediticia no puede ser evaluado de la forma establecida para este tipo de activos (es decir, calificaciones crediticias realizadas por ECAI, garantías proporcionadas por un avalista solvente o determinados criterios institucionales), las entidades de

contrapartida podrán elegir una fuente de evaluación de la calidad del crédito en el modo descrito anteriormente para los instrumentos de renta fija no negociables.

Entidades del sector público

Para las entidades del sector público (PSE) sin calificación por parte de las fuentes de evaluación de la calidad del crédito mencionadas anteriormente, el Eurosistema ha establecido unas normas generales, acordes con el tratamiento otorgado a las PSE en el nuevo marco de adecuación del capital de Basilea II, para determinar las condiciones en las que las PSE cumplirían el requerimiento de elevada calidad crediticia del Eurosistema.

Publicación de información

En el caso de los instrumentos de renta fija negociables, seguirán aplicándose las prácticas actuales y se publicará una lista de activos de garantía admitidos en la dirección del BCE en Internet. Los instrumentos de renta fija emitidos o garantizados por PSE se incluirán también en esta lista. Sin embargo, en el caso de los instrumentos de renta fija no negociables, la lista de deudores o avalistas admitidos para cada entidad de contrapartida será considerada información estrictamente confidencial. Los instrumentos de renta fija negociables, emitidos por el sector privado y sin calificación crediticia tampoco se publicarán en la dirección del BCE en Internet, ya que, como en el caso de los instrumentos de renta fija no negociables, la evaluación de su calidad crediticia se basará en las fuentes de los ICAS, de los sistemas IRB o de las RT.

A su debido tiempo se proporcionará información adicional sobre las normas y los procedimientos del ECAF mediante las oportunas comunicaciones y en una versión revisada de la «Documentación General».

negociables, el Eurosistema debe establecer procedimientos concretos para el uso de estos préstamos tanto a escala nacional como transfronteriza. Durante el período intermedio, en la gestión de los préstamos bancarios cada país aplicará sus propios procedimientos para la utilización de los activos de garantía en el ámbito nacional y recurrirá al MCBC para la liquidación transfronteriza. Durante este período transitorio, se volverán a examinar los procedimientos de gestión de los préstamos bancarios a la luz de la experiencia adquirida, con vistas al estudio, y a la posible aplicación, de soluciones más avanzadas.

Otra categoría de activos no negociables que el Consejo de Gobierno decidió incluir, en principio, en la lista única son los instrumentos de renta fija no negociables con garantía hipotecaria emitidos al por menor, que no llegan a constituir una titulización completa. Inicialmente,

esta categoría sólo incluirá los pagarés hipotecarios irlandeses. Ello se debe a la existencia en Irlanda de un régimen jurídico específico para tales activos, que no puede reproducirse fácilmente en otros países de la zona del euro. Sin embargo, una parte importante de los préstamos hipotecarios residenciales de la zona ya están admitidos indirectamente como activos de garantía en forma titulizada, bien como bonos de titulización hipotecaria o como instrumentos tipo Pfandbrief.

5 RETOS PARA EL SISTEMA DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

La admisión de distintas categorías de activos plantea también varios retos en relación con el diseño y el mantenimiento del sistema de activos de garantía.

En lo que respecta al diseño del sistema, ya no es posible aplicar un conjunto uniforme de criterios de selección. Por el contrario, éstos deben adaptarse a cada categoría de activos, a fin de asegurar que categorías distintas cumplan las mismas condiciones para ser admitidos como activos de garantía. Ello se aplica también a las medidas de control de riesgos. Para eliminar las disparidades en el perfil de riesgo, es necesario diferenciar eficazmente las medidas de control de riesgos para las distintas categorías de activos, lo que permitirá lograr un nivel uniforme de riesgo entre las diferentes categorías de activos después de poner en práctica estas medidas. En el caso del Eurosistema, existen dos conjuntos generales de criterios de selección y de medidas de control de riesgos, uno relativo a los activos negociables y el otro a los activos no negociables. También difieren los procedimientos operativos y, especialmente, los procedimientos de gestión. Así pues, será un reto mantener la transparencia del sistema de activos de garantía para las entidades de contrapartida.

En cuanto al mantenimiento, habrá que tener en cuenta dos cuestiones. En primer lugar, para los instrumentos de renta fija negociables, existen criterios de selección bastante generales. En consecuencia, el sistema de activos de garantía responde a las innovaciones de los mercados financieros, por lo que el Eurosistema necesita constantemente perfeccionar su política en este ámbito, para asegurarse de que los nuevos activos de garantía se mantienen dentro de los límites de riesgo establecidos. Uno de los desafíos a los que ha de

hacer frente el Eurosistema es el seguimiento de la evolución de los mercados europeos de renta fija, dado que están experimentando cambios estructurales muy rápidos y que los productos son cada vez más complejos. Un ejemplo reciente es la evolución acelerada de los mercados de financiación estructurada y de bonos de titulización, motivo por el que el Eurosistema ha tenido que introducir modificaciones en sus procedimientos. En efecto, en mayo del 2006 entrarán en vigor los nuevos criterios de selección que habrán de satisfacer los bonos de titulización además de los aplicables a los instrumentos de renta fija en general. Los bonos de titulización que eran admitidos anteriormente, pero que no cumplan los nuevos criterios, seguirán siendo admitidos durante un período transitorio hasta el 15 de octubre de 2006¹⁵.

En segundo lugar, tal y como se indicaba anteriormente, la admisión de categorías heterogéneas de activos plantea retos para el sistema de control de riesgos, ante la disyuntiva entre sencillez y precisión, por lo que es necesario efectuar un seguimiento de la utilización efectiva de los activos de garantía, para determinar si el sistema de control de riesgos ha de modificarse. Por ejemplo, el uso desproporcionado de ciertas categorías de activos puede ser indicativo de desequilibrios, que han de corregirse a fin de evitar una excesiva acumulación de riesgos.

En este contexto, la introducción de la lista única será un hito importante. Con todo, el Eurosistema seguirá sometiendo el sistema a revisión en los próximos años, con vistas a perfeccionarlo.

15 Véase la nota de prensa del 13 de enero de 2006 – Modificaciones a «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» relativas a los bonos de titulización.



EMISIÓN DE ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO

En este artículo se analiza la evolución de la emisión de acciones en la zona del euro en los doce últimos años, centrándose particularmente en las ofertas públicas iniciales, y desde una perspectiva histórica y geográfica. Uno de los aspectos más reseñables fue el espectacular aumento sin precedentes del volumen de emisiones brutas de acciones cotizadas por parte de las empresas de la zona del euro a finales de la década de los noventa. Posteriormente, la emisión de acciones cotizadas se redujo durante unos años, y en los últimos trimestres ha vuelto a recuperarse. Esta trayectoria subraya la acusada naturaleza cíclica del mercado de acciones cotizadas, en general, y del de ofertas públicas iniciales, en particular.

La decisión de una empresa de emitir acciones cotizadas es una decisión importante, y puede estar motivada por diversos factores. En la zona del euro, la emisión de este tipo de valores ha permitido que las empresas capten volúmenes considerables de financiación destinada a inversión real y a fusiones y adquisiciones. También hay evidencia de que las empresas tienden a emitir acciones cotizadas cuando las cotizaciones se sitúan en niveles especialmente elevados y la aversión a riesgo de los inversores es reducida.

I INTRODUCCIÓN

Desde una perspectiva histórica, la importancia de los mercados bursátiles en Europa como fuente de financiación empresarial ha cambiado con el tiempo, en ocasiones de forma dramática¹. A su vez, la evolución de estos mercados causa un impacto en las condiciones de financiación de las empresas². Por ejemplo, un mercado de acciones desarrollado reducirá el coste del capital y aumentará la inversión agregada.

En términos relativos, los mercados internacionales de acciones tienden a desempeñar un papel limitado como fuente de financiación de las sociedades cotizadas, principalmente como consecuencia de la existencia de asimetrías de información. La financiación externa suele captarse a través de préstamos bancarios o de valores de renta fija. Dicho esto, el mercado de acciones puede desempeñar una función destacada en la aportación de fondos externos adicionales, especialmente a través de grandes ofertas (en las que las asimetrías de información son, en general, menos relevantes) o «ayudando» a empresas con altas tasas de crecimiento de su negocio a captar capital en el mercado (nuevas admisiones a negociación). Con frecuencia, las grandes ofertas de venta de acciones están relacionadas con la financiación de fusiones y adquisiciones. Aunque en este artículo se analizan todas las modalidades de emisión de acciones cotizadas, se presta especial atención a las ofertas públicas iniciales, a la vista, en primer lugar, de la espectacular evolución que ha experimentado

este mercado desde mediados de la década de los noventa y, en segundo lugar, del hecho de que un mercado de ofertas públicas iniciales líquido puede fomentar la iniciativa empresarial proporcionando estrategias de colocación de inversiones a las empresas de capital riesgo³.

El artículo comienza explicando los conceptos básicos de la financiación mediante acciones. A continuación se analizan las principales teorías de la financiación empresarial y se consideran los factores más relevantes que llevan a las empresas a negociar sus acciones en un mercado bursátil. Después se describe la influencia de estos últimos en la evolución de la emisión de acciones cotizadas en la zona del euro durante los doce últimos años.

2 CONCEPTOS BÁSICOS DE LA FINANCIACIÓN MEDIANTE ACCIONES

Las acciones son valores que representan una participación en el capital de una empresa. A diferencia

1 Por ejemplo, en la mayor parte de los países europeos, el volumen de fondos de renta variable captado en porcentaje de la formación bruta de capital fijo fue mayor en 1913 que en 1990. Véase Rajan N. y L. Zingales (2003), «The great reversals: The politics of financial development in the 20th Century», *Journal of Financial Economics*, vol. 69, Issue 1, pp. 5-50.

2 Véase Levine R. (2003), «Finance and growth: theory and evidence», *Handbook of Economic Growth*.

3 Véase también la sección 2. Las empresas de capital riesgo se especializan en proporcionar financiación mediante acciones a empresas que no pueden obtener financiación externa mediante préstamos bancarios debido al nivel de riesgo implícito. Una oferta pública inicial permite a estas empresas «obtener beneficios» de su inversión inicial vendiendo su participación en la empresa.

de un contrato de deuda, en el que el prestatario está obligado a pagar al prestamista un tipo de interés fijo (o variable) determinado, en el caso de las acciones se otorga al inversor un derecho residual a percibir una renta de los beneficios de la empresa. Pueden emitirse de modo privado, en forma de títulos no cotizados, o público, a través de títulos que cotizan en un mercado de valores (acciones cotizadas). No obstante, con el tiempo, estas posibilidades no se excluyen mutuamente y, a menudo, la modalidad de financiación elegida dependerá de la etapa del ciclo de financiación en que se encuentre la empresa. El capital inversión puede proceder de una inversión inicial efectuada por los propietarios de la empresa, de las aportaciones posteriores de inversores, o de la acumulación de beneficios no distribuidos de una empresa.

El mercado de capital inversión proporciona capital a empresas que no cotizan en un mercado de valores. Dentro de este mercado, el capital inversión lo suelen aportar los inversores como dinero «de arranque» para financiar nuevas empresas de alto riesgo a cambio de una participación en el capital la empresa⁴. Cuando las empresas realizan una emisión de acciones cotizadas, pueden ser admitidas a cotización por primera vez o, si ya cotizan, emitir acciones adicionales. El primer tipo de emisión es una oferta pública inicial, y el segundo es una oferta pública secundaria. En ambos casos, una empresa puede optar por sustituir las acciones no cotizadas existentes por acciones cotizadas, o emitir acciones de nueva creación. Los fondos captados con la compra de acciones de nueva creación revierten en la empresa, mientras que los ingresos de la venta de acciones objeto de sustitución van a los inversores iniciales⁵.

TEORÍAS BÁSICAS SOBRE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Antes de considerar la evolución de la emisión de acciones conviene analizar brevemente las principales teorías de la estructura financiera de las empresas y, en particular, la proporción de financiación que representan la deuda y las acciones, respectivamente. Dadas las mencionadas características de una acción (que, a diferencia de un contrato de deuda tiene, en principio, un plazo de

vencimiento indefinido), la financiación mediante estos títulos podría ser especialmente adecuada para los planes de inversión en capital fijo o para la adquisición de otras empresas. Desde la perspectiva de la financiación empresarial, una de las principales consecuencias de la emisión de acciones cotizadas es la reestructuración de la estructura de financiación de una empresa. Aunque, en un mercado sin fricciones, el valor de una empresa es independiente de su estructura financiera⁶, en el mundo real, la existencia de diversos problemas hacen de la elección de la estructura financiera una cuestión relevante. Ciertamente, las teorías más recientes sobre financiación empresarial basan la elección de la estructura financiera en modelos que parten del paradigma de un mercado sin fricciones⁷. Según la teoría del «equilibrio (*trade-off*)», las empresas establecen ratios de endeudamiento ponderando el coste y los beneficios de las acciones frente a los de la deuda. Por ejemplo, consideraciones fiscales pueden desempeñar un papel importante ya que, en la mayor parte de los países, la deuda tiende a estar gravada con menos impuestos que las acciones. Al mismo tiempo, una capitalización elevada haría que se reduzca la probabilidad de que surjan dificultades financieras.

Otro factor que probablemente cause un impacto en la estructura de capital de una empresa y en la decisión de emitir más acciones es la existencia de «asimetrías de información» entre los directivos y los accionistas externos, es decir, que es probable que los directivos estén mejor informados acerca de las perspectivas de la empresa que los proveedores externos de fondos, lo que constituiría un motivo de preocupación para los inversores externos. Según la teoría de la «jerarquía financiera

4 Véase el recuadro 2, titulado «La evolución del capital inversión y del capital riesgo en Europa», en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

5 Véase Jenkinson T. y A. Ljungqvist (2001), «Going Public: the Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance», 2ª edición, Oxford University Press.

6 Véase Modigliani F. y M. H. Miller (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48, No 3, pp. 261-297.

7 Para conocer una descripción general de los distintos modelos teóricos, véase Tirole J. (2006), «The Theory of Corporate Finance», Princeton University Press. Para conocer un análisis empírico de la teoría de la «jerarquía financiera», véase Fama E. F. y K. R. French, «Financing decisions: who issues stock?», *Journal of Financial Economics*, vol. 76, Issue 3, pp. 549-582.

(*pecking order*)», hay una jerarquía de las fuentes de financiación que depende de la intensidad de las asimetrías de información entre los directivos y los inversores asociadas a cada una de las distintas fuentes. De este modo, las empresas prefieren recurrir en primer lugar a la financiación interna (como los beneficios no distribuidos) para financiar nuevas inversiones, luego a la financiación externa mediante deuda y, en última instancia, a la financiación mediante acciones cotizadas. Esta teoría serviría para explicar, en parte, por qué las ofertas públicas secundarias son relativamente poco frecuentes⁸.

PRINCIPALES MOTIVOS POR LOS QUE LAS EMPRESAS SALEN A BOLSA

Aunque es relativamente poco frecuente que las empresas cotizadas emitan acciones, fundamentalmente debido a las asimetrías de información, «salir a bolsa» por primera vez es una de las decisiones financieras más importantes en la vida de una empresa, ya que tiene importantes repercusiones económicas. Centrando la atención en el mercado de ofertas públicas iniciales, uno de los principales motivos por los que se emiten acciones es obtener fondos para financiar la inversión real y financiera a largo plazo. Por otra parte, la admisión a cotización de las acciones de una empresa también amplía su autonomía financiera, permitiéndole depender menos de una única fuente de financiación (como un banco o una empresa de capital riesgo) y mejorar su acceso a los mercados de capitales a través de la emisión de valores de renta fija privada o de nuevas emisiones de acciones. Además, mediante la emisión de acciones, los propietarios de la empresa pueden diversificar su riesgo de inversión vendiendo participaciones en un mercado líquido. Otra ventaja de la emisión en los mercados de valores es el mayor reconocimiento del nombre de la empresa. Por otra parte, desde el momento de la oferta pública inicial, los inversores están mejor informados, como consecuencia de la mayor transparencia y de las exigencias de divulgación de información que forman parte de las condiciones de admisión a cotización. Al mismo tiempo, el precio de las acciones de una empresa sirve de medida de su valor y de mecanismo disciplinario para la dirección.

Por otra parte, la admisión a cotización de las acciones de una empresa conlleva algunas desventajas. Para empezar, la emisión de acciones es un procedimiento costoso y entraña costes como los gastos de suscripción, honorarios legales y otros gastos resultantes, fundamentalmente, de la necesidad de cumplir las exigencias adicionales de divulgación de información. Además, desde la perspectiva de los inversores, la salida a bolsa entraña mayores probabilidades de que la propiedad de la empresa se comparta entre más personas, lo que amplía la brecha entre los inversores externos y los directivos. Esta separación de la propiedad y el control podría dar lugar a los denominados «problemas de agencia», lo que sucede cuando los directivos disponen de información más precisa sobre las perspectivas de la empresa que los inversores externos, provocando una divergencia entre los intereses de la dirección y los de los inversores externos. Por último, cuando una empresa sale a bolsa, se expone a ser sometida a escrutinio por parte de los accionistas, quienes pueden centrarse excesivamente en los resultados a corto plazo.

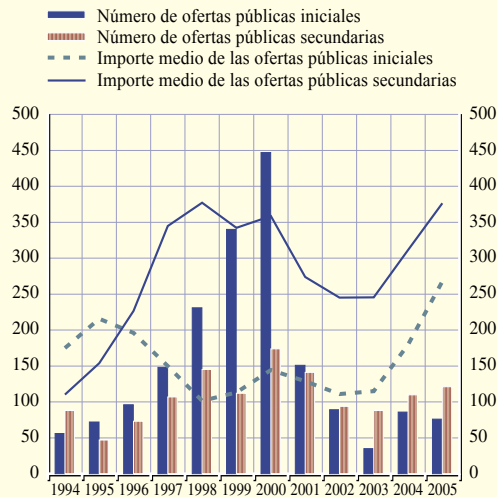
3 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE ACCIONES DE LA ZONA DEL EURO

Los datos sobre la emisión bruta de acciones durante los doce últimos años obtenidos de proveedores comerciales de datos muestran que la actividad de ofertas públicas iniciales y ofertas públicas secundarias atravesó fases muy diferentes entre 1994 y el 2005. A principios y mediados de la década de los noventa, la emisión de acciones era una opción de financiación para un número muy limitado de empresas. Por ejemplo, en 1994, solo unas 55 empresas salieron a bolsa en la zona del euro (véase gráfico 1). La pronunciada subida de las cotizaciones bursátiles de finales de la década de los noventa fue igualada por un récord de ofertas públicas iniciales. La emisión de ofertas públicas secundarias registró un aumento más gradual durante ese período. La caída de las expectativas de beneficios, junto con considerables problemas de gobierno corporativo en algunas empresas coti-

8 Véase Tirole, J. (2006), «The Theory of Corporate Finance», Princeton University Press.

Gráfico 1 Número e importe medio de las ofertas públicas iniciales y de las ofertas públicas secundarias por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro

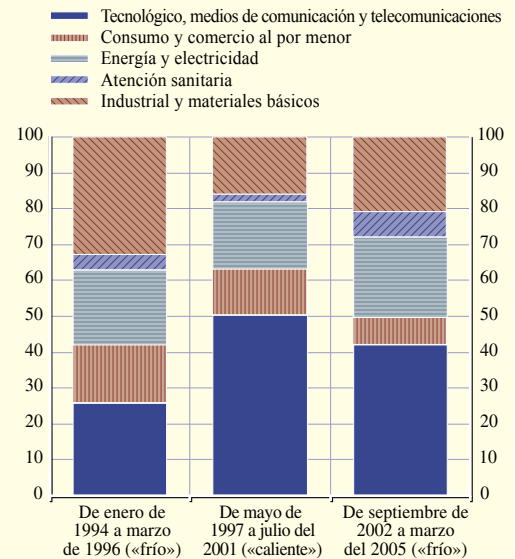
(suma de las emisiones; millones de euros; datos anuales)



Fuente: Thomson Financial Database.
Nota: Los importes medios de las ofertas públicas iniciales y de las ofertas públicas secundarias se calculan como medias móviles de dos años.

Gráfico 2 Distribución por sectores de la emisión bruta de acciones cotizadas en períodos «calientes» y «fríos» en la zona del euro

(distribución porcentual)



Fuente: Thomson Financial Database.
Nota: Los períodos «calientes» y «fríos» se definen, en general, a partir de los terciles inferior y superior (por debajo del 33% y por encima del 66%) de la serie de la emisión de acciones ordenada por volumen de emisión. Las series de la emisión de acciones se calculan como la media móvil centrada de tres meses.

zadas, mermó la confianza de los inversores y provocó una disminución significativa de la emisión de acciones. En este contexto, el número de ofertas públicas iniciales se redujo desde un máximo de 447 en el año 2000 hasta 151 en el 2001, y 35 en el 2003. En general, en los países más desarrollados es habitual cierto grado de variación en el volumen de emisión de acciones. Esta notable variabilidad en los mercados de acciones cotizadas se caracteriza por la existencia de los (denominados) «mercados calientes», en los que se observa una concentración significativa de la actividad de emisión de acciones y los (llamados) «mercados fríos», en los que hay poca actividad emisora de este tipo de valores.

Aunque a finales de la década de los noventa se privatizaron (parcialmente) numerosas empresas públicas y sus acciones pasaron a cotizar en bolsa, un alto porcentaje de las emisiones de este período pueden calificarse de ofertas de la «nueva economía». La proporción de capital que se

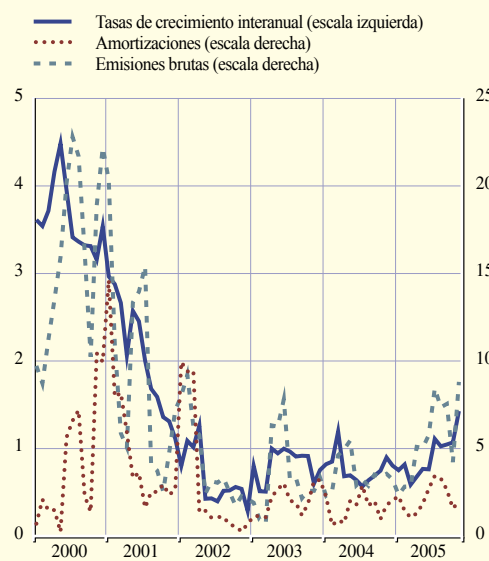
captó fue particularmente elevada en sectores con grandes expectativas de crecimiento y con una incertidumbre considerable en cuanto a los futuros beneficios. En particular, la emisión de acciones por parte de los sectores tecnológico, de medios de comunicación y de telecomunicaciones se vio favorecida por las amplias (e inciertas) expectativas de beneficios de estas empresas. En el gráfico 2 se presenta la distribución por sectores de la emisión bruta de acciones en períodos «calientes» y «fríos». Los sectores tecnológicos, de medios de comunicación y de telecomunicaciones aumentaron su participación en el total de emisiones de acciones del 26%, en el período «frío» registrado a mediados de los años noventa, al 50% en la posterior fase de «mercado caliente», desde mediados de 1997 hasta mediados del 2001. Aunque la emisión de acciones de estos sectores disminuyó en la ulterior fase de «mercado frío» observada entre finales del 2002 y principios del 2005, continuó siendo relativamente elevada en porcentaje de la emisión total, situándose en el 42%.

El aumento de las nuevas ofertas públicas iniciales a finales de la década de los noventa también estuvo vinculado al crecimiento simultáneo de los mercados de valores especializados. Inicialmente, estos mercados se crearon para permitir que empresas innovadoras y de alto crecimiento que, de conformidad con las normas de cotización, habrían quedado excluidas de mercados bursátiles más tradicionales, tuvieran acceso a la financiación mediante acciones cotizadas. Uno de estos mercados fue el EURO.NM, un grupo paneuropeo integrado por cinco bolsas que proporcionaban capital a empresas de reciente creación y alto riesgo, fundamentalmente. El número de empresas que cotizaban en el EURO.NM aumentó con rapidez entre 1998 y el año 2000. No obstante, como consecuencia de las menores expectativas de alzas futuras de las cotizaciones de las empresas de la «nueva economía», el mercado EURO.NM dejó de existir en diciembre del 2000, y su bolsa más activa, el Neuer Markt de Fráncfort, cerró en 2003.

Aunque el análisis anterior se ha centrado en la emisión bruta de acciones, una valoración precisa de la emisión de este tipo de valores ha de tener en cuenta las amortizaciones de acciones (esto es, incluyendo las operaciones financieras). Esto se debe a que las sociedades no financieras pueden recomprar o excluir de cotización parte o la totalidad de las acciones que han emitido, lo que, naturalmente, afecta a su situación financiera. Sólo se dispone de datos del Eurosistema sobre el volumen neto de acciones emitidas, incluidas las operaciones financieras de la zona del euro, a partir del año 2000. En el gráfico 3 se muestra que, tras el elevado crecimiento registrado en los años 2000 y 2001, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas en la zona del euro se desaceleró, y luego permaneció estable durante los tres años siguientes. Desde mediados del 2005 parece haberse producido una recuperación de la tasa de crecimiento de la emisión de acciones, aunque continúa estando bastante por debajo de los niveles máximos registrados a finales de la década de los noventa. Para disponer de una imagen complementaria e integrada de la emisión neta de acciones, sobre todo cuando se compara con otras fuentes de financiación empresarial, es necesario

Gráfico 3 Acciones cotizadas emitidas por sociedades no financieras de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual de los saldos vivos; variación porcentual; operaciones en mm de euros; datos mensuales)



Fuente: BCE.

Notas: Las emisiones brutas y las amortizaciones son medias móviles de tres meses. Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

considerar las cuentas de las sociedades no financieras en su conjunto (véase el recuadro).

En la zona del euro, los mercados de ofertas públicas iniciales y de ofertas públicas secundarias han sido más o menos similares en cuanto al volumen de emisión en los diez últimos años. No obstante esta circunstancia, el resto de este artículo se centra únicamente en las ofertas públicas iniciales, y ello por diversos motivos. En primer lugar, como se ha mencionado anteriormente, la salida a bolsa por primera vez tiene importantes repercusiones económicas para la empresa (como la probable separación de la propiedad y el control). En segundo lugar, un mercado de ofertas públicas iniciales desarrollado es importante para fomentar la iniciativa empresarial, proporcionando una opción de salida a los inversores en capital riesgo. En tercer lugar, el mercado de ofertas públicas iniciales es especialmente interesante, debido al espectacular aumento de las ofertas públicas iniciales registrado desde mediados de la década de los noventa, y a su notable carácter cíclico.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN MEDIANTE ACCIONES: EVIDENCIA PROCEDENTE DE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se utiliza información procedente de las cuentas de las sociedades no financieras de la zona del euro con el objeto de considerar la evolución de la emisión de acciones en la zona¹. Estas estadísticas proporcionan una perspectiva integrada sobre la situación de las empresas en lo que respecta a la financiación, por lo que permiten realizar una valoración de la importancia de la financiación mediante acciones en su conjunto y una comparación con otras fuentes de financiación externa e interna. Además, las estadísticas sirven para conocer mejor la forma en que las empresas utilizan la financiación en términos de inversiones financieras frente a inversiones no financieras.

En las cuentas financieras de la zona del euro, la definición de acción incluye la emisión neta (o los pasivos netos contraídos) de acciones cotizadas, de acciones no cotizadas y de otras participaciones. Las acciones cotizadas comprenden las acciones que se negocian en un mercado de valores o en otras formas de mercado secundario. Las acciones no cotizadas incluyen acciones que, en principio, son negociables, pero que no cotizan en los mercados de valores (por ejemplo, las acciones que están en manos de inversores privados). Otras participaciones se refieren a las demás participaciones que confieren derechos de propiedad en empresas.

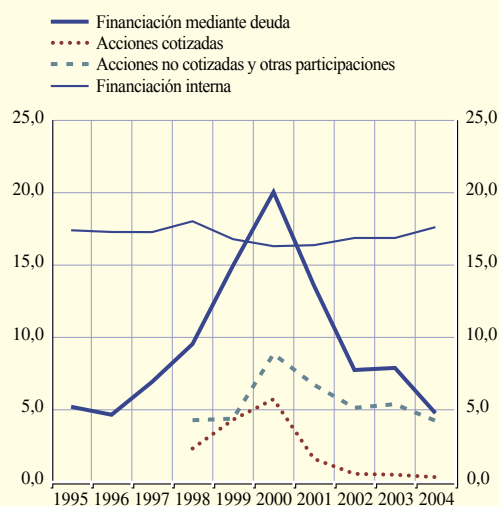
En el gráfico A se presenta la evolución de las distintas fuentes de financiación en relación con el valor añadido bruto de las sociedades no financieras entre 1995 y el 2004. Durante este período, la financiación externa, que fundamentalmente incluye la financiación mediante acciones y la financiación mediante deuda (incluidos préstamos, valores de renta fija y reservas de los fondos de pensiones), fue procíclica. La mayor parte de las fuentes de financiación externas aumentaron en porcentaje del valor añadido bruto durante la fase de mayor crecimiento económico, a finales de la década de los noventa. A este respecto, la emisión neta de acciones cotizadas (para la que se dispone de datos a partir del cuarto trimestre de 1997) muestra un incremento especialmente pronunciado entre 1998 y el año 2000. Es probable que este incremento esté relacionado con el espectacular crecimiento de las cotizaciones bursátiles durante este período (véase la sección 4). En cambio, entre el 2001 y el 2004 se produjo una notable disminución de las expectativas de beneficios, y la emisión neta de acciones cotizadas registró un descenso muy pronunciado. En consecuencia, la evolución de la financiación neta mediante acciones cotizadas fue muy similar a la de la emisión bruta de acciones (véase la sección 3). En términos relativos, la caída de la financiación neta mediante acciones y otras participaciones no cotizadas fue menor que en el caso de las acciones cotizadas en el citado período.

Además de la financiación externa, las empresas también obtienen fondos a través de la financiación interna. En este recuadro, la financiación interna se define como el ahorro bruto, que prácticamente se corresponde con la suma de los beneficios no distribuidos y el consumo de capital fijo (también llamado amortización). A efectos económicos, la financiación interna también puede considerarse como fondos de renta variable que los accionistas reinvierten y que, por consiguiente, permanecen en la empresa. La financiación interna en porcentaje del valor añadido bruto se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, registrando un máximo en 1998 y descendiendo en

¹ Los datos analizados en este recuadro también figuran en el cuadro 2 de la sección 3.4 de las «Estadísticas de la zona del euro», titulado «Ahorro, inversión y financiación anuales». Estos datos pueden ser objeto de revisión si se dispone de nuevas fuentes de datos.

Gráfico A Fuentes netas de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)

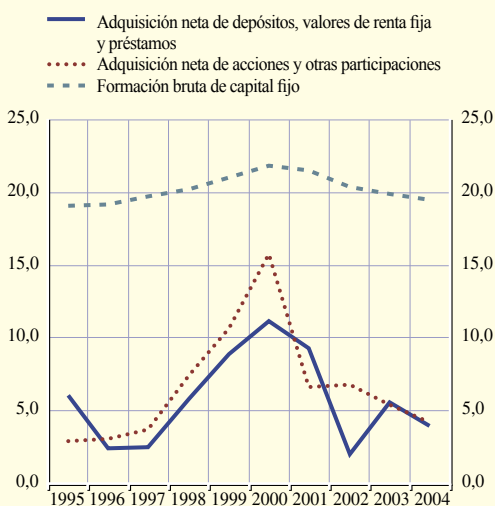


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye préstamos, valores de renta fija y reservas de los fondos de pensiones. Las acciones no cotizadas y otras participaciones se calculan como la diferencia entre el total de acciones y acciones cotizadas. La financiación interna (también denominada ahorro bruto) corresponde a la suma de los beneficios no distribuidos y el consumo de capital fijo (también llamado amortización). El valor añadido bruto de las sociedades no financieras es una estimación parcial.

Gráfico B Utilización de fondos por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La adquisición neta de depósitos, valores de renta fija y préstamos también incluye el efectivo. El valor añadido bruto de las sociedades no financieras es una estimación parcial.

1999 y 2000. Más recientemente, la financiación interna se ha vuelto a recuperar en relación con el valor añadido bruto.

El total de las fuentes de financiación (financiación interna y externa, incluidas las transferencias netas de capital a cobrar), como una identidad contable, han de ser iguales a la utilización total de fondos. En términos generales, la utilización total de fondos puede desglosarse en adquisición neta de activos financieros y adquisición neta de activos no financieros. La adquisición neta de activos financieros puede subdividirse, en general, en dos categorías principales: en primer lugar, acciones y otras participaciones y, en segundo lugar, otros activos financieros, incluidos el efectivo, depósitos, valores de renta fija, préstamos, derivados, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de pago. La adquisición neta de activos no financieros consiste, principalmente, en la formación bruta de capital.

La evolución que se presenta en el gráfico B sugiere que la adquisición neta de activos financieros en proporción del valor añadido bruto y, en particular, la adquisición neta de acciones y otras participaciones fueron relativamente procíclicas. La comparación de la actividad inversora con la evolución de los flujos netos de financiación (gráfico A), muestra una estrecha correlación entre la financiación neta mediante acciones y la adquisición neta de acciones, lo que apunta a que, con frecuencia, los ingresos procedentes de la emisión de acciones se destinaron a financiar la actividad de fusiones y adquisiciones (véase también la sección 4).

Comparación internacional

Existen algunas diferencias entre los conceptos estadísticos utilizados en la zona del euro y en Estados Unidos, por lo que es necesario realizar algunos ajustes para comparar la emisión de acciones en las dos áreas económicas².

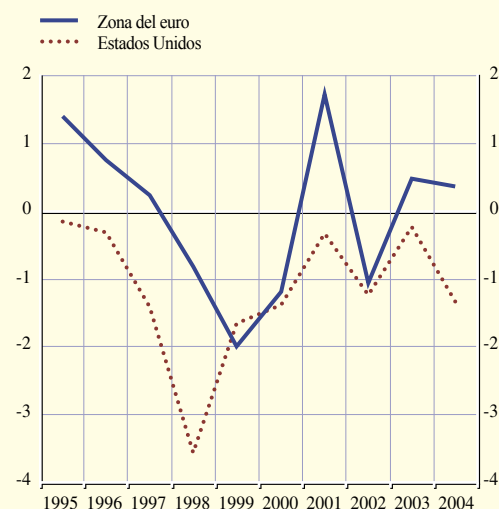
En las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos, el activo del balance de las sociedades no financieras no muestra la adquisición de acciones y otras participaciones. Esto se debe, en gran parte, a que la compra de acciones por parte de las sociedades no financieras se contabiliza como una amortización de acciones en el pasivo, ya que se considera que la adquisición está relacionada, fundamentalmente, con la actividad residente de fusiones y adquisiciones y las recompras de acciones. En cambio, en las cuentas financieras de las sociedades no financieras de la zona del euro, las adquisiciones netas de acciones se contabilizan en el activo (salvo que sea una fusión integral y las acciones en circulación se amorticen totalmente). Por ello, con el fin asegurar que la comparación sea más coherente y más acorde con el tratamiento de los flujos de fondos en Estados Unidos, se ha construido una medida aproximada «en términos consolidados» de la financiación mediante acciones de la zona del euro como la diferencia entre la financiación neta mediante acciones y la adquisición neta de acciones.

En el gráfico C se compara la financiación mediante acciones en ambas áreas. Entre 1995 y el 2004, la financiación neta mediante acciones en términos consolidados fue negativa en Estados Unidos, como resultado, en gran parte, de las recompras de acciones y de la amortización de acciones posterior a fusiones. Este también fue el caso en la zona del euro en los períodos de intensa actividad de fusiones y adquisiciones a finales de la década de los noventa, en el 2000 y en el 2002. Esto sugeriría que la actividad de fusiones y adquisiciones y la recompra de acciones fue mayor en Estados Unidos que en la zona del euro durante el período en su conjunto.

2 En las cuentas nacionales de la zona del euro, los datos se recopilan de conformidad con el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 95), que, en general, es acorde con el Sistema de Cuentas Nacionales (SNA 93). No obstante, en Estados Unidos no se ha adoptado plenamente el SNA 93 y, por consiguiente, subsisten algunas diferencias entre los conceptos estadísticos utilizados en la zona del euro y en Estados Unidos. Para conocer diferencias metodológicas más generales, véanse los artículos titulados «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2004, y «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

Gráfico C Financiación neta mediante acciones en términos consolidados

(en porcentaje del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: La financiación neta mediante acciones «en términos consolidados» de la zona del euro se calcula como la emisión neta de acciones y otras participaciones menos la adquisición neta de acciones y otras participaciones. En contraposición a una consolidación propiamente dicha (esto es, la cancelación de todas las operaciones relativas a un instrumento financiero determinado dentro de un sector), la emisión neta y la adquisición neta de acciones (y otras participaciones) también incluyen operaciones con acciones con otros sectores y con el resto del mundo. El valor añadido bruto de las sociedades no financieras de la zona del euro es una estimación parcial.

4 FACTORES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD DE OFERTAS PÚBLICAS INICIALES EN LA ZONA DEL EURO

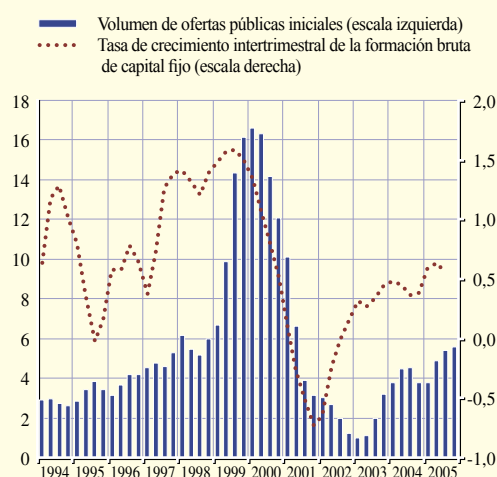
Como se ha indicado anteriormente, uno de los rasgos más distintivos del mercado de acciones en general, y del de ofertas públicas iniciales en particular, es su ciclicidad (véase también el recuadro). La ciclicidad en la emisión de ofertas públicas iniciales también puede estar relacionada con las teorías de financiación empresarial. Por ejemplo, los periodos de «mercados calientes» tienden a coincidir con periodos de baja aversión al riesgo por parte de los inversores, en los que las asimetrías de información, reales o percibidas, entre los directivos y los inversores, que se destacan en la teoría de la «jerarquía financiera», son menos frecuentes, reduciendo el coste de emisión de acciones cotizadas. Por otra parte, existe sólida evidencia de que la emisión de acciones está relacionada, en gran medida, con las cotizaciones bursátiles. Los directivos de una empresa, que suelen disponer de información más precisa sobre los beneficios esperados de la empresa, pueden emitir acciones en «mercados calientes» cuando las cotizaciones bursátiles tienden a situarse en niveles elevados y el coste relativo de emitir acciones es, por consiguiente, menor. La evidencia empírica indica que estos mercados se originan, en parte, por la intensa demanda de financiación para inversión financiera y en capital fijo, unido a unas fuertes expectativas de beneficios.

NECESIDADES DE INVERSIÓN REAL

Aunque resulta difícil discernir los distintos factores en los que se sustenta la decisión de una empresa de emitir acciones cotizadas, es probable que el ciclo económico desempeñe un destacado papel, debido, principalmente, a que con frecuencia se recurre a las acciones para financiar la demanda de inversión en capital fijo, que fluctúa durante el ciclo económico. Por consiguiente, la demanda de financiación será más elevada en periodos de mayor demanda de inversión en capital fijo, como consecuencia de las mejores expectativas económicas⁹. En el gráfico 4 se presenta la

Gráfico 4 Volumen de ofertas públicas iniciales y crecimiento de la inversión en la zona del euro

(mm de euros; variaciones porcentuales; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y Thomson Financial Database.

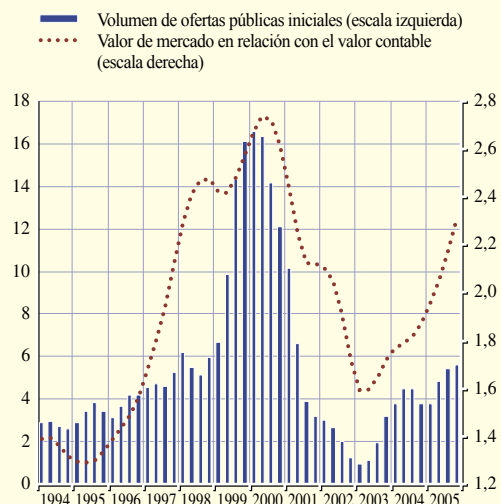
Notas: La serie correspondiente al volumen de ofertas públicas iniciales se refiere a las emisiones brutas de este tipo de ofertas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las series son medias móviles centradas de cuatro trimestres.

evolución de los volúmenes de ofertas públicas iniciales y de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro. A pesar del aumento de la formación bruta de capital fijo registrado entre 1994 y 1998, la emisión de acciones continuó siendo moderada en la zona del euro. La relación entre la emisión de acciones y la actividad económica real parece haberse intensificado ligeramente en los últimos años. Al mismo tiempo, la emisión de acciones parece ir a la zaga, en cierta medida, de la formación bruta de capital fijo. En general, las oscilaciones en la emisión de ofertas públicas iniciales han sido mucho más pronunciadas que los cambios en los gastos de capital, lo que sugiere que, además de las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo, otros factores podrían intervenir a la hora de explicar la emisión de acciones.

⁹ Estudios empíricos recientes sugieren que la emisión de acciones está relacionada con incrementos de la inversión a escala tanto microeconómica como macroeconómica. Véase Lowry M., «Why does IPO volume fluctuate so much?», *Journal of Financial Economics*, vol. 67, Issue 1, pp. 3-40, y Kim W. y M. S. Weisbach (2005), «Do firms go public to raise capital?», National Bureau of Economic Research, Working Paper 11197.

Gráfico 5 Volumen de ofertas públicas iniciales y valor de mercado en relación con el valor contable del índice bursátil general de la zona del euro

(mm de euros; ratios; datos trimestrales)



Fuentes: Datastream y Thomson Financial Database.
 Notas: La serie correspondiente al volumen de ofertas públicas iniciales se refiere a las emisiones brutas de este tipo de ofertas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. El valor de mercado en relación con el valor contable se refiere al índice bursátil general no financiero de la zona del euro de Datastream. Las series son medias móviles centradas de cuatro trimestres.

Gráfico 6 Volumen de ofertas públicas iniciales y percepción de los inversores de la valoración de los mercados bursátiles de la zona del euro

(mm de euros; porcentaje neto; datos trimestrales)



Fuentes: Cálculos del BCE y Merrill Lynch Regional Fund Manager Survey.
 Notas: La serie correspondiente a la percepción de sobrevaloración se basa en una encuesta realizada a gestores de fondos de la zona del euro, y se refiere al porcentaje neto de gestores que perciben que los mercados de valores de la zona del euro están sobrevalorados. La serie correspondiente al volumen de ofertas públicas iniciales se refiere a las emisiones brutas de este tipo de ofertas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las series son medias móviles centradas de cuatro trimestres.

MOMENTO DE MERCADO Y CLIMA INVERSOR

Como se ha indicado anteriormente, podría haber un incentivo para que las empresas aprovechen el «momento» de mercado y emitan acciones cuando las cotizaciones bursátiles están en niveles especialmente elevados. Esto explicaría, en parte, un fenómeno característico del mercado de acciones, concretamente, el rendimiento menor de lo esperado a largo plazo de empresas que realizan ofertas públicas iniciales, en comparación con empresas similares en términos de tamaño y sector¹⁰.

En el gráfico 5 se muestra que el volumen de emisión de ofertas públicas iniciales en la zona del euro reflejó la evolución del valor de mercado en relación con el valor contable del índice bursátil general. Por otra parte, las subidas significativas de las cotizaciones bursátiles suelen ir precedidas de un incremento en la emisión de acciones. Parece que las significativas reducciones del valor de mercado en relación con el valor contable observadas en el

2001 y el 2002 contribuyeron a que la emisión de acciones casi se interrumpiera durante ese período. La causa de esta evolución paralela podría ser que los directivos emiten acciones, fundamentalmente, cuando consideran que el valor de mercado de las acciones de la empresa se sitúa en un nivel adecuado o excesivamente elevado¹¹. En el primer caso, el criterio de la dirección es acorde con el de los inversores; las cotizaciones bursátiles reflejan correctamente las noticias económicas positivas (como una perturbación de carácter positivo en la productividad), que propicia un incremento de las cotizaciones y de la emisión de acciones. En el segundo

10 También explica la típica reacción negativa de los mercados de valores a los anuncios de ofertas públicas secundarias. Para conocer una descripción general, véase Ritter J.R. (2003), «Investment banking and securities issuance», *Handbook of the Economics of Finance*.

11 Véase Baker, M. and J. Wurgler (2002), «Market timing and capital structure», *The Journal of Finance*, vol. 57, Issue 1, pp. 1-32. Para conocer una opinión más prudente, véase también Dittmar, A. y A. Thakor (2006), «Why do firms issue equity?», *The Journal of Finance*, de próxima publicación.

caso, el aumento de la emisión de acciones podría ser resultado de las mejores expectativas económicas, por una parte y, por otra, de unas cotizaciones bursátiles excesivas debidas, en cierta medida, a la irracionalidad de los inversores.

La cuestión de si un valor de mercado elevado en relación con el valor contable ha de interpretarse como una sobrevaloración, y por ello, constituir un motivo por sí mismo para que una empresa salga a bolsa, resulta intrínsecamente difícil de responder. En el gráfico 6 se muestra que la emisión de ofertas públicas iniciales en la zona del euro está estrechamente correlacionada con el porcentaje neto de gestores de fondos con una percepción de que los mercados bursátiles de la zona del euro están sobrevalorados. Este porcentaje neto aumentó en 1999 y en el 2000, y posteriormente disminuyó de forma paralela a la caída de las cotizaciones bursátiles y de la emisión de acciones en el 2001 y el 2002. En los últimos años, los gestores de fondos han seguido creyendo que el mercado de valores está infravalorado.

Un factor relacionado que explica el momento en que se efectúa una emisión de acciones es el efecto del clima inversor. La evolución del optimismo de los inversores en el tiempo puede causar un impacto en el coste de las acciones, influyendo con ello en el volumen de acciones emitido. Por ejemplo, un aumento excesivo de la aversión al riesgo que produzca una caída de las cotizaciones bursátiles podría incrementar el coste de las acciones, disuadiendo a las empresas de emitir este tipo de valores. Aunque es inevitable que el clima inversor cambie con el tiempo, resulta difícil medir empíricamente la aversión al riesgo y/o la disposición de los inversores a invertir en los mercados bursátiles.

Todos los factores anteriormente señalados influyen en el coste de la financiación mediante acciones. En particular, una mejora del clima inversor, unas expectativas económicas más favorables y unas cotizaciones bursátiles más elevadas reducen el coste de emisión de acciones. Aunque el coste exacto de la financiación mediante acciones no puede medirse (principalmente, debido a la incertidumbre en torno a los futuros beneficios

Gráfico 7 Volumen de ofertas públicas iniciales y coste de las acciones

(mm de euros; en porcentaje; datos trimestrales)



Fuente: Thomson Financial Database.

Notas: La serie correspondiente al volumen de ofertas públicas iniciales se refiere a las emisiones brutas de este tipo de ofertas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las series son medias móviles centradas de cuatro trimestres.

empresariales), el BCE realiza periódicamente una estimación a partir del modelo de descuento de dividendos en tres etapas y de las previsiones de beneficios de los analistas¹². En el gráfico 7 se presenta esta estimación, junto con la emisión de ofertas públicas iniciales. Como era previsible, los períodos en los que el coste de emisión de acciones era elevado coincidieron con una actividad de emisión muy reducida, y éste fue particularmente el caso entre el 2001 y el 2003, un período en el que el coste de emisión de acciones aumentó considerablemente.

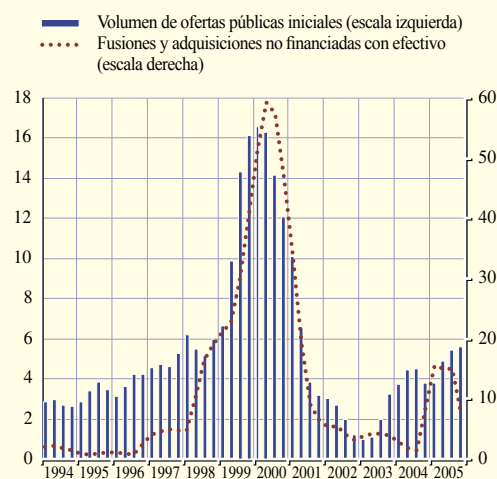
FUSIONES Y ADQUISICIONES

Las empresas también emiten acciones con el fin de financiar la adquisición de otras empresas, ya sea utilizando los ingresos en efectivo procedentes de ofertas públicas o emitiendo acciones que posterior-

12 Véase el recuadro titulado «Un modelo de descuento de dividendos en tres etapas para la zona del euro», en el artículo «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004. Véase también el recuadro titulado «El coste del capital en la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de septiembre del 2005.

Gráfico 8 Volumen de ofertas públicas iniciales y fusiones y adquisiciones no financiadas con efectivo en la zona del euro

(mm de euros; datos trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Database.

Notas: La serie correspondiente al volumen de ofertas públicas iniciales se refiere a las emisiones brutas de este tipo de ofertas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las series son medias móviles centradas de cuatro trimestres.

mente se intercambian por las acciones de la empresa objeto de fusión. En consecuencia, es de prever la existencia de una correlación entre los ciclos de fusiones y adquisiciones y la actividad de emisión de acciones. La evidencia empírica reciente sugiere que la mayor parte de las empresas cuyas acciones pasan a cotizar en un mercado bursátil utilizan parte de los fondos obtenidos para financiar fusiones y adquisiciones¹³. Para confirmar esto, en el gráfico 8 se indica que la actividad de fusiones y adquisiciones financiadas mediante acciones en la zona del euro refleja, en gran medida, la emisión de este tipo

de valores. No obstante, al mismo tiempo, las fusiones y adquisiciones también se ven impulsadas por algunos de los mismos factores fundamentales que determinan la emisión de acciones, como la evolución de las cotizaciones bursátiles y los ciclos de la confianza de los inversores¹⁴.

5 CONCLUSIONES

La capacidad para captar capital desempeña un papel fundamental y estratégico en las decisiones de financiación e inversión de las empresas. En este artículo se ha analizado la evolución de los mercados de acciones de la zona del euro en los doce últimos años. El mercado de acciones de la zona del euro ha mostrado una acusada ciclicidad: el aumento espectacular de la emisión de acciones registrado a finales de la década de los noventa y principios de la presente década fue seguido de una caída igualmente pronunciada en años posteriores. Aunque resulta difícil discernir los distintos motivos por los que una empresa decide emitir acciones cotizadas, uno de los factores que pueden constituir una motivación es la necesidad de captar financiación para inversión real, sobre todo en sectores de alto crecimiento. Por otra parte, es probable que la aversión al riesgo de los inversores y la correlación entre el momento de la emisión de acciones y períodos de cotizaciones bursátiles elevadas, también hayan influido notablemente en el volumen de emisión de acciones en los doce últimos años. Por último, los ingresos procedentes de la emisión de acciones parecen haberse destinado, en muchos casos, a financiar la actividad de fusiones y adquisiciones.

13 Ciertamente, evidencia reciente de Estados Unidos sugiere que el principal motivo por el que las empresas «salen a bolsa» es financiar adquisiciones: véase Brau, J. y S. Fawcett (2006), «Initial public offerings: An analysis of theory and practice», *The Journal of Finance*, vol. 61, Issue 1, pp. 399 - 436.

14 Véase Lamont, O. A. y J. C. Stein (2005), «Investor sentiment and corporate finance: micro and macro», National Bureau of Economic Research, Working Paper 11882.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

1 ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	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	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2005 II	9,8	7,5	7,1	-	7,6	13,2	2,12	3,41
III	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,2	2,13	3,26
IV	10,9	8,5	7,8	-	8,9	14,6	2,34	3,42
2006 I	10,3	8,6	7,9	-	10,0	.	2,61	3,56
2005 Nov	10,5	8,2	7,6	7,6	9,0	14,1	2,36	3,53
Dic	11,4	8,5	7,4	7,6	9,2	15,7	2,47	3,41
2006 Ene	10,3	8,4	7,7	7,7	9,7	15,7	2,51	3,39
Feb	9,9	8,7	7,9	8,1	10,4	16,4	2,60	3,55
Mar	10,1	9,0	8,6	.	10,8	.	2,72	3,73
Abr	.	.	.	.	.	.	2,79	4,01

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	2,0	2,0	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,6	1,3	1,2	81,3	.	8,6
2005 II	2,0	3,9	2,5	1,2	0,7	81,0	0,8	8,7
III	2,3	4,2	2,3	1,6	1,5	81,0	0,8	8,5
IV	2,3	4,4	2,4	1,8	2,1	81,5	.	8,3
2006 I	2,3	5,2	.	.	.	82,2	.	8,2
2005 Nov	2,3	4,2	-	-	3,1	-	-	8,4
Dic	2,2	4,7	-	-	2,9	-	-	8,3
2006 Ene	2,4	5,3	-	-	2,9	82,0	-	8,2
Feb	2,3	5,4	-	-	3,2	-	-	8,2
Mar	2,2	5,1	-	-	.	-	-	8,1
Abr	2,4	.	-	-	.	82,4	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,1	53,0	-145,5	162,5	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 II	-7,2	18,1	-14,7	107,8	302,3	103,4	105,6	1,2594
III	1,5	16,0	-97,6	89,8	311,7	101,9	104,2	1,2199
IV	-7,6	3,8	-9,4	-42,0	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 I	.	.	.	.	327,1	101,2	103,5	1,2023
2005 Nov	-4,7	1,0	-2,0	-39,2	322,8	100,7	102,9	1,1786
Dic	3,0	1,3	0,6	-5,2	320,3	100,7	102,8	1,1856
2006 Ene	-8,7	-6,4	4,9	-37,1	332,1	101,4	103,6	1,2103
Feb	-0,8	-0,3	-25,9	19,8	332,1	100,7	103,0	1,1938
Mar	.	.	.	.	327,1	101,5	103,8	1,2020
Abr	.	.	.	.	.	102,7	105,0	1,2271

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

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

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las notas técnicas para más detalles.

2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2006 7 Abr	2006 14 Abr	2006 21 Abr	2006 28 Abr
Oro y derechos en oro	180.712	180.673	180.631	180.525
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	146.957	145.781	145.199	146.033
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	26.481	25.536	24.693	24.383
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	11.965	12.457	12.069	12.964
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	399.999	408.502	418.199	411.075
Operaciones principales de financiación	279.999	288.501	297.998	291.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	120.000	120.000	120.000	120.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	1	201	73
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	5.329	5.435	5.342	5.656
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	95.754	94.880	95.061	93.827
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.570	40.570	40.559	40.568
Otros activos	159.257	161.312	163.054	165.358
Total activo	1.067.024	1.075.146	1.084.807	1.080.389

2. Pasivo

	2006 7 Abr	2006 14 Abr	2006 21 Abr	2006 28 Abr
Billetes en circulación	563.351	571.601	565.910	568.830
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	156.838	159.566	161.751	154.531
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	156.689	159.553	161.679	153.913
Facilidad de depósito	147	13	71	618
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	2	0	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	114	114	114	114
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	55.787	54.445	68.126	66.227
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	13.873	13.640	13.612	14.069
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	177	172	151	152
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.034	8.975	7.551	8.133
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.825	5.825	5.825	5.825
Otros pasivos	65.589	66.372	67.331	68.071
Cuentas de revalorización	132.437	132.437	132.437	132.437
Capital y reservas	61.999	61.999	61.999	62.000
Total pasivo	1.067.024	1.075.146	1.084.807	1.080.389

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.
- 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 subas.

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	
Operaciones principales de financiación								
2006	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
	8 Mar	379.105	393	298.000	2,50	2,56	2,57	7
	15	366.649	411	290.500	2,50	2,56	2,57	7
	22	395.001	419	298.000	2,50	2,56	2,57	7
	29	362.447	391	284.000	2,50	2,57	2,58	7
	5 Abr	380.014	397	280.000	2,50	2,57	2,58	7
	12	404.763	408	288.500	2,50	2,57	2,58	7
	19	395.069	414	298.000	2,50	2,58	2,58	8
	27	372.454	394	291.000	2,50	2,59	2,60	7
	4 May	372.850	380	286.000	2,50	2,59	2,60	6
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2005	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
	30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91
	27 Abr	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004	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
	7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
	11 Abr	Operaciones temporales	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1

Fuente: BCE.

1) Los dat

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

3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subas

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

5) Se llevó a cabo una operación excepcional según el procedimiento normal para las operaciones de financiación a plazo más largo (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
III	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9
2005 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
2006 Ene	14.165,7	7.451,5	517,8	1.766,1	1.215,4	3.215,0
Feb	14.353,6	7.511,1	534,2	1.804,6	1.241,7	3.262,0

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 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	158,3	0,6	0,0	2,30
11 Abr	158,9	159,5	0,6	0,0	2,29
9 May	160,4	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 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
7 Mar	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2
11 Abr	327,9	290,1	113,7	0,1	0,7	0,3	0,0	556,4	51,6	-35,2	159,5	716,2

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2

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
IV	1.404,8	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,1
2006 Ene	1.445,6	664,4	20,7	0,6	643,1	187,5	167,6	2,2	17,6	-	14,9	349,5	14,8	214,6
Feb	1.445,2	657,6	20,7	0,6	636,3	187,1	167,2	2,2	17,8	-	15,1	353,6	14,7	217,2
Mar ^(p)	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
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	811,9	7.555,6	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	22.026,3	13.050,2	806,0	7.668,8	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,0	3.182,3	156,5	1.299,1
II	22.768,7	13.255,2	807,8	7.918,0	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.477,5
III	23.052,0	13.430,5	815,4	8.067,7	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,2	81,4	1.013,6	3.517,2	164,2	1.471,5
IV	23.653,7	13.688,9	831,9	8.287,3	4.569,7	3.494,0	1.429,2	550,5	1.514,3	83,1	1.004,6	3.677,1	165,7	1.540,3
2006 Ene	24.004,7	13.812,1	826,8	8.386,0	4.599,2	3.536,5	1.448,5	554,2	1.533,8	87,0	1.033,1	3.778,2	164,8	1.593,0
Feb	24.180,0	13.896,6	817,4	8.468,5	4.610,7	3.575,3	1.455,4	566,1	1.553,8	85,4	1.048,5	3.819,1	165,0	1.590,3
Mar ^(p)	24.400,2	14.023,3	821,0	8.543,4	4.658,9	3.572,9	1.429,4	573,8	1.569,7	83,4	1.089,4	3.883,4	166,3	1.581,4

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
IV	1.404,8	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	201,9	27,6	207,2
2006 Ene	1.445,6	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	208,2	30,7	203,4
Feb	1.445,2	568,6	429,2	56,5	19,7	353,0	-	0,1	210,8	29,7	206,8
Mar ^(p)	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
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	22.026,3	-	11.653,1	126,3	6.706,1	4.820,8	687,6	3.614,9	1.213,5	3.085,6	1.771,5
II	22.768,7	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.974,8
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
IV	23.653,7	-	12.206,9	149,5	7.206,3	4.851,1	698,9	3.858,2	1.313,7	3.516,6	2.059,3
2006 Ene	24.004,7	-	12.225,3	133,7	7.215,8	4.875,9	695,4	3.888,8	1.345,7	3.614,5	2.234,9
Feb	24.180,0	-	12.271,3	143,1	7.237,2	4.891,0	695,6	3.952,7	1.360,4	3.695,0	2.205,0
Mar ^(p)	24.400,2	-	12.407,0	148,0	7.311,4	4.947,7	688,8	3.991,6	1.368,0	3.735,6	2.209,2

Fuente: BCE.

1) Importes emitidos por residentes en la ☐

2) Saldo 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	833,4	7.556,3	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	827,5	7.669,4	1.993,2	1.510,4	482,8	683,6	3.483,3	169,0	1.433,8
II	17.037,6	8.747,6	828,9	7.918,7	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.624,5
III	17.317,9	8.904,9	836,6	8.068,3	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
IV	17.895,1	9.140,5	852,5	8.288,0	2.147,3	1.594,8	552,5	705,2	4.014,1	180,5	1.707,6
2006 Ene	18.199,4	9.234,1	847,5	8.386,6	2.172,5	1.616,1	556,4	721,3	4.127,7	179,5	1.764,2
Feb	18.355,2	9.307,2	838,0	8.469,2	2.190,9	1.622,6	568,3	741,2	4.172,7	179,6	1.763,7
Mar ^(p)	18.515,3	9.385,7	841,7	8.544,0	2.173,4	1.597,3	576,1	777,2	4.232,4	181,0	1.765,6
Operaciones											
2003	796,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	20,9	225,0	-3,8	0,0
2004	1.270,8	499,7	-6,7	506,5	91,9	58,1	33,8	37,2	437,7	2,7	201,5
2005 I	449,5	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	16,4	187,3	-4,1	60,6
II	531,9	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,5	126,4	1,0	131,5
III	257,8	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,3	1,0	0,8
IV	355,2	235,2	14,2	221,1	44,0	3,2	40,8	2,6	33,7	3,3	36,3
2006 Ene	314,8	80,3	-4,9	85,2	31,9	26,2	5,7	13,9	127,5	-1,2	62,4
Feb	118,4	71,7	-9,6	81,3	18,5	6,5	12,0	17,6	12,0	0,1	-1,5
Mar ^(p)	212,1	86,2	3,8	82,3	-4,9	-14,7	9,9	35,8	96,2	0,8	-2,0

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	6.723,7	614,5	2.145,6	1.063,0	3.110,5	1.942,9	0,4
II	17.037,6	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.155,3	-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
IV	17.895,1	532,8	173,9	7.220,9	615,8	2.325,9	1.201,4	3.544,3	2.266,5	13,6
2006 Ene	18.199,4	520,9	191,6	7.233,4	608,4	2.337,5	1.227,3	3.645,2	2.438,3	-3,1
Feb	18.355,2	524,9	199,6	7.256,9	610,2	2.381,3	1.248,9	3.724,7	2.411,8	-3,1
Mar ^(p)	18.515,3	532,3	193,0	7.326,4	605,4	2.404,0	1.254,3	3.765,9	2.415,8	18,1
Operaciones										
2003	796,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	37,4	130,8	-30,0	60,3
2004	1.270,8	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	232,1	37,7
2005 I	449,5	3,3	25,0	57,2	9,7	65,3	13,2	212,0	108,1	-44,4
II	531,9	24,8	24,1	175,4	6,7	80,2	24,5	61,4	168,0	-33,2
III	257,8	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	20,1	-4,2
IV	355,2	25,7	-8,6	194,5	-29,4	33,9	28,0	42,4	37,9	30,9
2006 Ene	314,8	-11,9	17,7	16,8	6,6	8,0	2,7	124,7	155,6	-5,3
Feb	118,4	4,0	8,0	19,5	3,2	34,3	20,1	45,3	-15,7	-0,4
Mar ^(p)	212,1	7,4	-6,6	70,4	2,3	32,6	5,5	75,3	-8,0	33,2

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

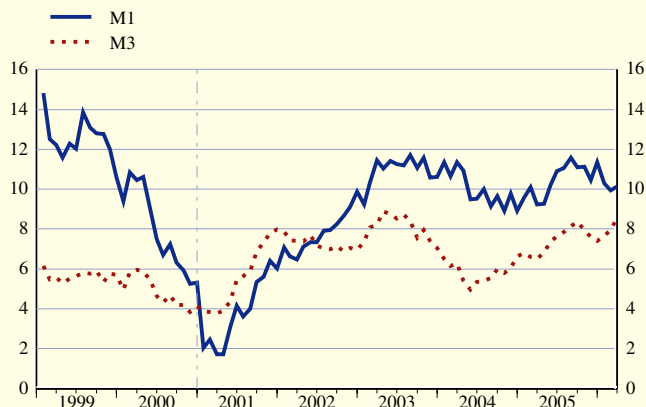
(mm de euros y tasas de crecimiento interanua)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2003	2.678,5	2.554,0	5.232,4	909,2	6.141,6	-	4.137,9	2.222,3	8.152,2	7.095,3	237,2	
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	963,8	6.533,0	-	4.460,8	2.294,6	8.686,1	7.548,8	385,4	
2005 I	3.008,1	2.680,1	5.688,3	949,5	6.637,7	-	4.575,5	2.331,6	8.832,9	7.676,6	381,8	
II	3.257,9	2.559,8	5.817,7	981,9	6.799,6	-	4.790,2	2.361,1	9.109,6	7.891,9	468,2	
III	3.346,1	2.626,1	5.972,2	996,1	6.968,3	-	4.871,3	2.371,7	9.337,8	8.083,0	454,6	
IV	3.423,5	2.651,3	6.074,8	996,1	7.070,8	-	4.997,8	2.472,7	9.543,8	8.281,3	462,3	
2006 Ene	3.447,5	2.673,0	6.120,5	995,8	7.116,4	-	5.041,4	2.470,2	9.651,3	8.375,7	482,1	
Feb	3.468,3	2.696,3	6.164,5	992,2	7.156,7	-	5.103,0	2.462,0	9.780,0	8.476,9	447,4	
Mar ^(p)	3.496,7	2.720,8	6.217,6	1.009,5	7.227,1	-	5.131,5	2.432,7	9.894,3	8.553,5	473,3	
Operaciones												
2003	258,4	113,6	372,0	33,1	405,1	-	236,4	132,3	445,6	371,0	98,6	
2004	238,6	110,7	349,3	57,2	406,5	-	342,7	54,5	577,0	506,1	166,1	
2005 I	96,6	13,4	110,0	-19,1	90,9	-	96,7	32,0	146,5	128,1	-6,3	
II	85,3	36,1	121,4	32,7	154,1	-	123,2	12,6	227,7	173,1	52,8	
III	89,1	66,0	155,1	14,8	169,9	-	69,1	14,6	220,1	194,1	-27,8	
IV	67,8	23,9	91,6	-18,8	72,9	-	98,8	34,1	227,9	199,8	-5,9	
2006 Ene	25,5	23,9	49,3	7,7	57,0	-	23,8	2,5	93,8	81,0	9,9	
Feb	19,3	21,4	40,7	-2,6	38,1	-	50,2	-8,3	125,3	100,0	-33,3	
Mar ^(p)	30,2	26,8	57,0	24,3	81,3	-	35,5	-18,6	123,6	84,1	28,2	
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	10,6	4,6	7,6	3,9	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	98,6	
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,3	6,6	6,5	8,3	2,4	7,1	7,2	166,1	
2005 Mar	9,2	4,9	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,5	7,6	96,7	
Jun	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,2	
Sep	11,1	6,4	8,8	6,0	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	77,1	
Dic	11,4	5,4	8,5	1,0	7,4	7,6	8,6	4,0	9,4	9,2	12,8	
2006 Ene	10,3	6,4	8,4	3,2	7,7	7,7	8,6	3,0	9,9	9,7	29,8	
Feb	9,9	7,3	8,7	3,6	7,9	8,1	8,7	1,8	10,7	10,4	-18,5	
Mar ^(p)	10,1	7,8	9,0	6,1	8,6	.	8,6	1,6	11,5	10,8	23,9	

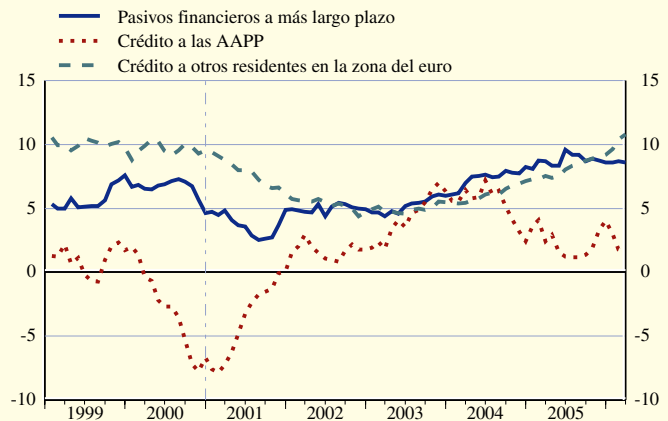
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

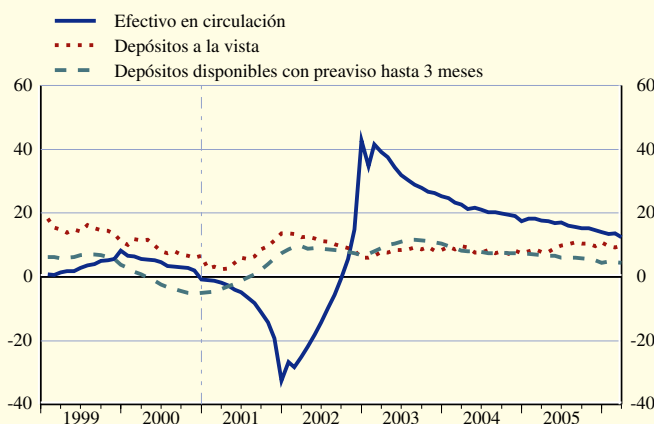
2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones 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	388,7	2.289,8	1.030,5	1.523,4	219,5	597,0	92,7	1.791,2	91,1	1.251,5	1.004,0
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	241,4	620,1	102,3	1.964,9	90,2	1.359,5	1.046,3
2005 I	476,7	2.531,5	1.022,0	1.658,1	229,1	614,3	106,0	2.039,0	90,7	1.383,9	1.061,8
II	493,1	2.764,8	1.040,7	1.519,2	239,4	624,0	118,5	2.120,6	90,9	1.448,9	1.129,8
III	507,4	2.838,7	1.084,5	1.541,6	242,8	633,4	120,0	2.159,6	88,4	1.466,0	1.157,3
IV	520,4	2.903,2	1.107,3	1.543,9	235,5	630,8	129,7	2.203,7	87,0	1.506,6	1.200,4
2006 Ene	528,3	2.919,2	1.118,2	1.554,8	240,2	611,7	144,0	2.207,6	88,0	1.518,3	1.227,5
Feb	535,2	2.933,1	1.136,9	1.559,4	227,6	611,2	153,4	2.234,2	87,9	1.531,5	1.249,4
Mar ^(p)	535,5	2.961,2	1.157,5	1.563,3	239,0	605,7	164,8	2.239,5	88,4	1.550,5	1.253,0
Operaciones											
2003	78,7	179,7	-30,7	144,2	-9,7	57,9	-15,1	149,8	-13,0	62,5	37,0
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,1	21,9	11,2	185,8	-0,9	107,2	50,5
2005 I	20,3	76,4	-8,6	21,9	-12,4	-5,6	-1,1	60,4	0,1	23,5	12,7
II	16,5	68,8	13,1	23,0	10,2	9,5	13,0	63,9	-0,6	37,0	22,9
III	14,2	74,9	43,6	22,5	3,3	9,2	2,2	34,8	-2,5	19,8	17,0
IV	13,0	54,8	21,6	2,2	-8,1	-16,4	5,7	40,2	-1,3	28,1	31,8
2006 Ene	7,9	17,5	12,8	11,0	4,7	-5,1	8,0	6,6	1,0	12,3	3,9
Feb	6,9	12,4	17,0	4,4	-12,7	0,9	9,1	17,4	-0,1	12,5	20,4
Mar ^(p)	0,3	29,9	22,7	4,1	11,5	1,7	11,2	15,5	0,6	15,8	3,6
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	25,2	8,5	-2,9	10,5	-4,3	11,1	-14,9	9,0	-12,5	5,3	3,8
2004 Dic	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,1	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	5,0
2005 Mar	17,7	7,8	1,9	6,8	3,9	1,8	6,4	10,6	0,5	9,1	5,4
Jun	17,1	9,8	3,4	6,1	10,1	2,3	10,4	11,7	1,3	9,4	6,8
Sep	15,3	10,3	7,0	5,8	8,6	3,6	14,5	10,3	-2,2	8,8	6,5
Dic	14,0	10,9	6,6	4,4	-3,0	-0,5	19,0	10,0	-4,7	7,9	7,8
2006 Ene	13,5	9,7	8,6	4,8	3,5	-1,4	30,8	9,5	-3,8	8,4	8,2
Feb	13,6	9,3	11,2	4,6	2,8	-0,5	27,6	8,9	-4,1	8,7	9,3
Mar ^(p)	12,4	9,8	12,6	4,3	3,9	0,0	45,1	8,7	-3,2	8,9	9,0

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 euro)

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	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2	
2005 I	58,2	39,7	560,8	351,1	3.189,4	983,8	554,6	1.650,9	
II	63,8	43,9	580,6	361,7	3.282,3	1.025,6	563,9	1.692,7	
III	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,0	1.011,2	575,9	1.734,8	
IV	64,5	41,6	621,1	370,2	3.408,4	1.037,6	593,5	1.777,3	
2006 Ene	76,5	52,9	641,1	392,2	3.444,6	1.045,6	602,0	1.797,1	
Feb	75,7	51,8	665,7	414,7	3.483,8	1.055,8	614,1	1.814,0	
Mar ^(p)	82,2	57,8	660,9	411,9	3.524,8	1.065,8	628,8	1.830,3	
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	163,9	24,5	31,1	108,3	
2005 I	8,6	7,9	10,9	14,9	37,6	7,8	8,1	21,7	
II	5,5	4,2	16,0	8,2	82,9	35,1	9,8	37,9	
III	1,4	-1,0	20,2	8,5	41,2	-13,7	12,0	42,9	
IV	-0,7	-1,2	14,5	-2,4	98,6	25,8	23,8	48,9	
2006 Ene	12,0	11,4	24,5	25,1	27,4	8,5	8,5	10,4	
Feb	-1,0	-1,3	23,2	21,7	38,8	10,2	12,0	16,6	
Mar ^(p)	6,5	6,0	-3,0	-1,7	43,4	11,1	14,8	17,4	
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	2,6	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	13,8	18,3	6,5	5,7	6,1	7,2	
Sep	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,5	8,6	
Dic	30,3	31,1	11,1	8,7	8,3	5,6	9,9	9,3	
2006 Ene	36,2	36,5	15,7	14,7	8,5	5,8	9,6	9,8	
Feb	27,4	26,5	18,9	18,8	9,7	7,0	12,6	10,3	
Mar ^(p)	40,7	45,1	16,9	16,8	10,4	7,8	14,7	10,5	

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

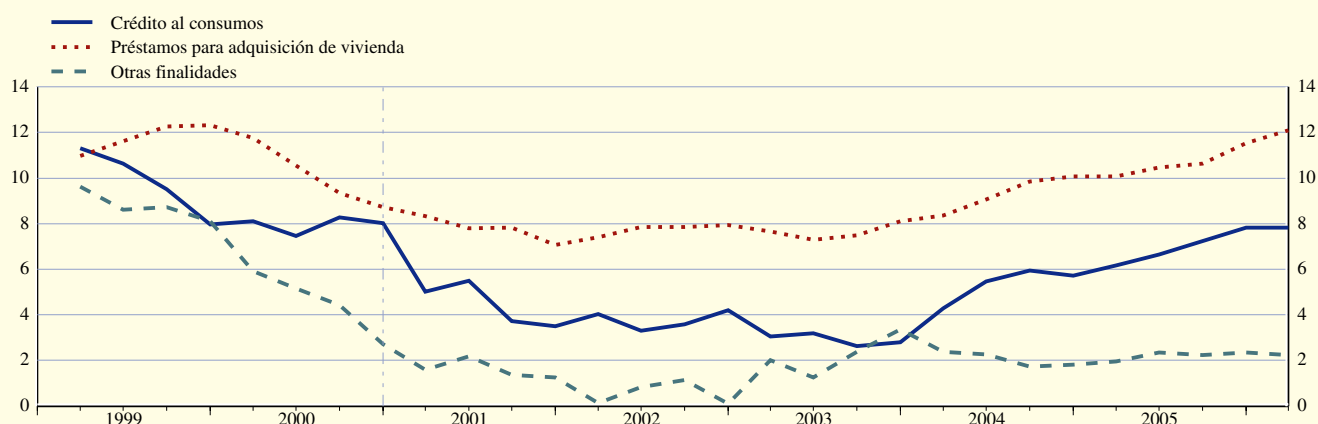
- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾
(mm de euro □)

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
IV	4.193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2.917,6	15,2	67,5	2.834,9	721,6	147,4	99,8	474,4
2006 Ene	4.223,8	554,6	128,5	200,2	225,9	2.949,9	15,1	67,4	2.867,4	719,3	146,4	97,3	475,5
Feb	4.243,3	555,9	127,5	201,2	227,2	2.969,9	15,1	67,7	2.887,2	717,4	145,8	97,9	473,7
Mar ^(p)	4.275,5	556,2	127,0	200,4	228,8	3.000,0	15,1	67,9	2.917,0	719,3	146,5	98,6	474,1
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	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
2005 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
IV	108,7	11,5	3,8	1,8	5,8	92,3	0,2	1,6	90,5	4,9	1,7	1,1	2,1
2006 Ene	21,3	1,3	-0,4	-0,3	2,0	19,8	-0,1	-0,1	20,0	0,2	-0,6	-0,5	1,3
Feb	20,3	1,6	-0,9	1,0	1,4	20,1	0,0	0,2	19,8	-1,4	-0,5	0,6	-1,5
Mar ^(p)	35,4	2,0	-0,3	0,0	2,4	30,7	0,1	0,2	30,4	2,8	0,9	0,9	1,0
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	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 Mar	8,0	6,2	7,1	4,5	7,2	10,1	4,3	7,8	10,2	1,9	2,0	1,2	2,1
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
Dic	9,4	7,8	7,6	6,1	9,6	11,5	5,6	7,5	11,7	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 Ene	9,4	8,1	6,9	6,4	10,4	11,6	7,5	7,7	11,8	2,3	2,3	1,5	2,4
Feb	9,5	8,4	7,0	6,8	10,7	11,7	8,6	7,9	11,8	1,9	1,9	2,2	1,8
Mar ^(p)	9,7	7,8	6,4	5,5	10,8	12,1	7,4	5,9	12,3	2,2	1,6	2,8	2,3

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⁾

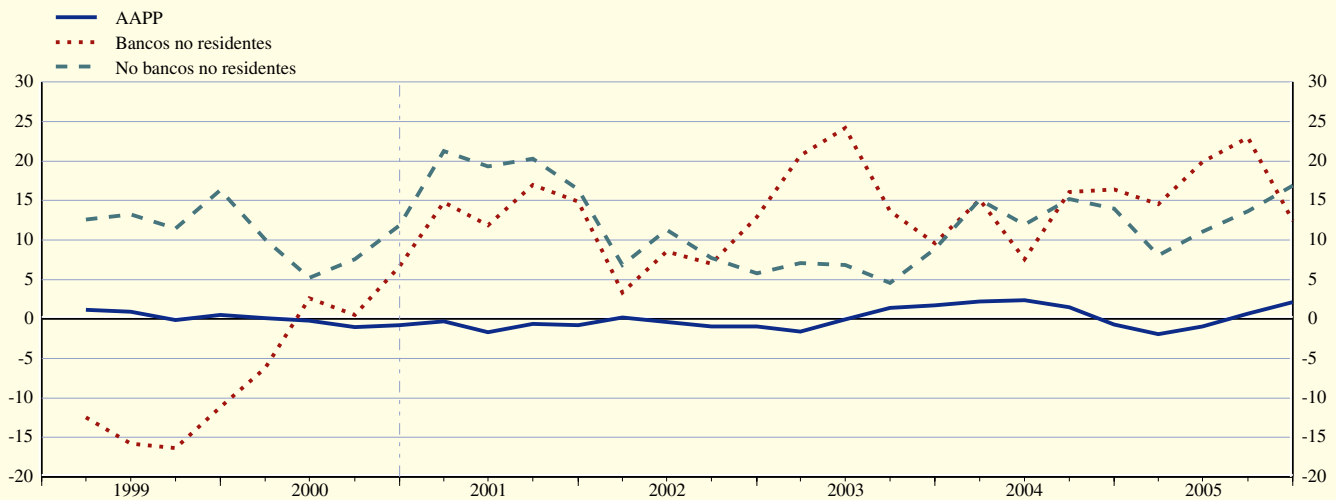
(mm de euro)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos 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	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	806,0	128,7	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	807,8	124,3	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III	815,4	124,6	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
IV ^(p)	831,9	129,4	246,8	423,7	32,1	2.484,1	1.680,8	785,3	67,6	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	-5,6	2,2	-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	3,1	-2,7	15,1	-0,6	-6,8	-63,7	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	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-1,9	-2,3	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-0,9	-1,1	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep	0,7	1,2	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
Dic ^(p)	2,1	-2,2	-3,2	4,9	34,9	14,8	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⁾

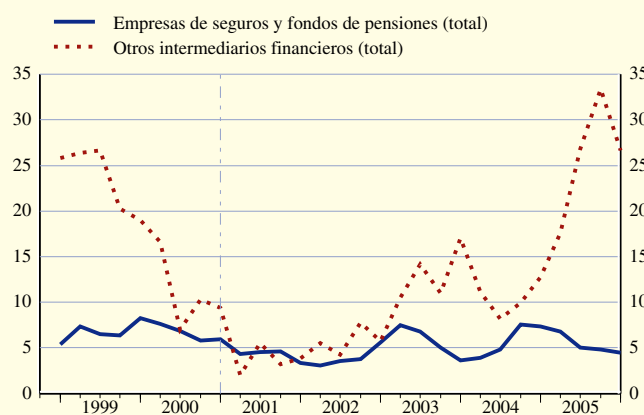
(mm de euro)

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	874.7	233.3	186.1	324.5	10.5	0.1	120.2
2006 Ene ^(p)	621.0	72.4	49.8	471.6	1.2	1.4	24.6	907.7	259.4	178.6	330.1	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)	8.8	4.9	-2.1	1.9	0.0	0.0	4.1	34.7	26.7	-7.0	6.2	-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	5.8	-3.8	4.3	18.5	1.3	4.4	26.4	16.7	30.3	49.8	-4.4	-	3.6

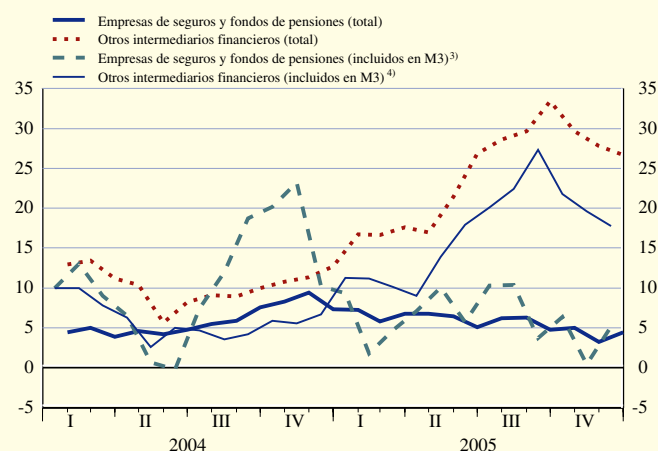
C8 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(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 pensiones.
- 3) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- 4) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

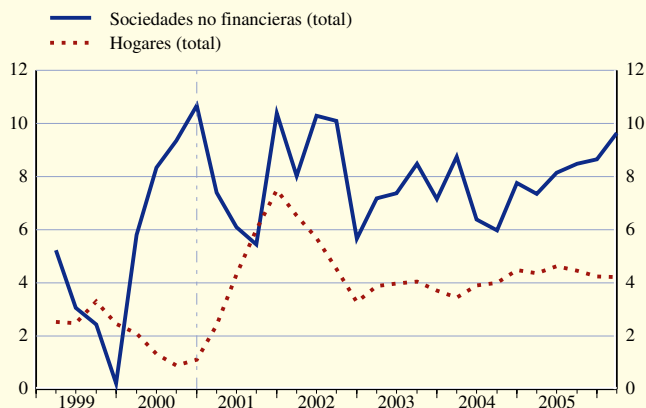
(mm de euro)

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
IV	1.212,0	769,3	305,2	67,2	44,5	1,2	24,6	4.342,0	1.685,9	532,7	630,7	1.355,4	84,5	52,8
2006 Ene	1.183,5	740,6	302,2	66,7	47,2	1,2	25,5	4.336,9	1.668,6	534,4	628,6	1.366,9	85,2	53,2
Feb	1.179,5	737,4	304,6	67,4	46,8	1,2	22,0	4.341,5	1.667,1	541,3	625,7	1.368,3	85,5	53,7
Mar ^(p)	1.199,3	745,7	312,2	71,8	46,4	1,2	21,9	4.355,2	1.674,0	548,4	623,4	1.368,0	86,3	55,1
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
IV	63,1	49,7	8,4	2,4	0,6	0,0	1,9	96,0	60,0	16,7	3,8	13,6	0,6	1,2
2006 Ene	-27,1	-28,0	-2,2	-0,4	2,7	0,0	0,9	-4,2	-17,0	2,3	-2,1	11,6	0,7	0,4
Feb	-5,2	-3,9	1,9	0,7	-0,4	0,0	-3,5	3,9	-1,7	6,4	-2,9	1,3	0,3	0,5
Mar ^(p)	21,4	9,0	8,4	4,5	-0,4	0,0	-0,1	14,5	7,2	7,6	-2,3	-0,2	0,8	1,4
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
Dic	8,7	13,1	3,9	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,2	8,5	2,9	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Ene	10,3	11,9	9,2	-1,0	18,8	-27,9	1,2	4,0	7,6	3,4	-1,0	3,4	-3,4	1,9
Feb	10,5	11,7	11,3	0,1	15,9	-27,7	-4,7	3,9	7,2	4,4	-1,5	3,3	-3,7	4,0
Mar ^(p)	9,6	9,8	11,3	6,5	14,2	-27,5	-8,4	4,2	7,4	6,5	-1,5	3,1	-2,7	7,6

C10 Depósitos totales por sector

(tasas de crecimiento interanual)

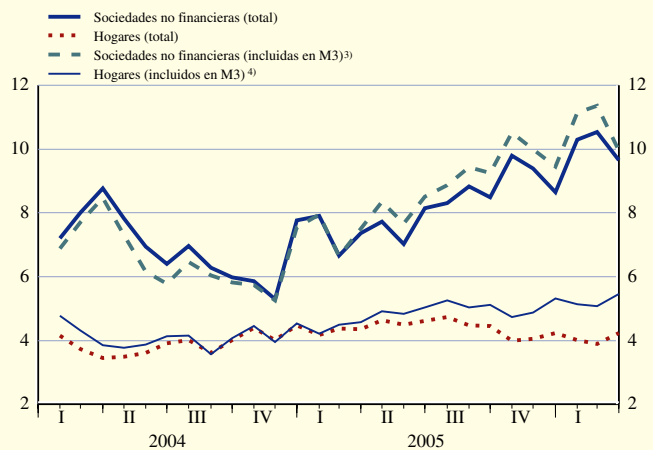


Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 3) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- 4) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector

(tasas de crecimiento interanual)



2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

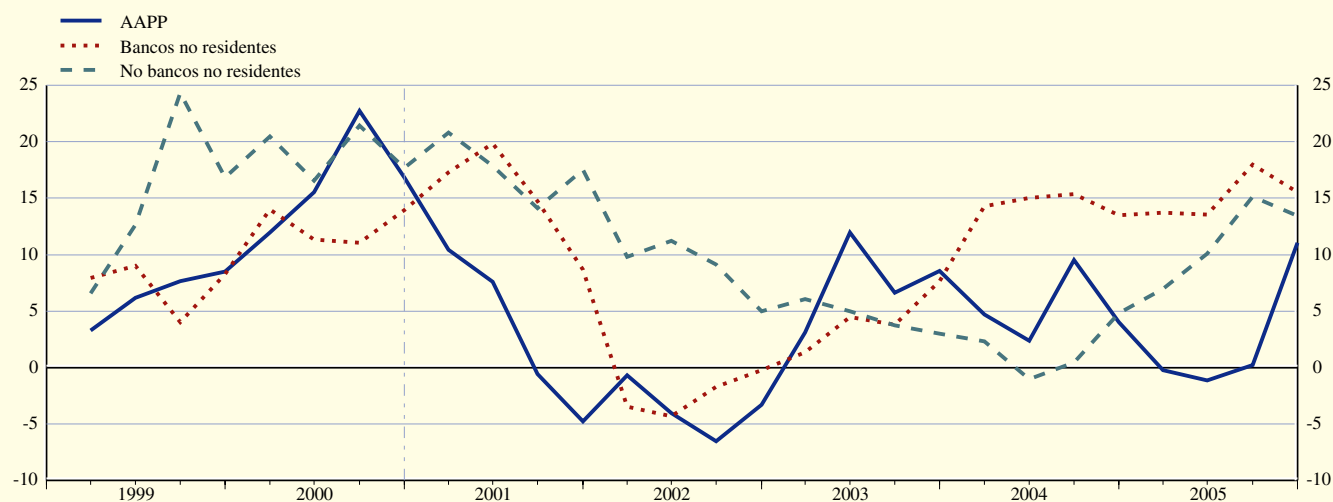
(mm de euro)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos 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	2.669,0	1.935,6	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)	313,5	149,5	38,4	80,9	44,9	3.048,8	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	188,1	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)	26,0	14,4	2,4	9,6	-0,3	23,4	11,8	5,0	1,6	3,5
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)	11,0	8,3	25,6	16,5	1,3	15,2	15,5	13,4	22,6	11,8

C12 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.

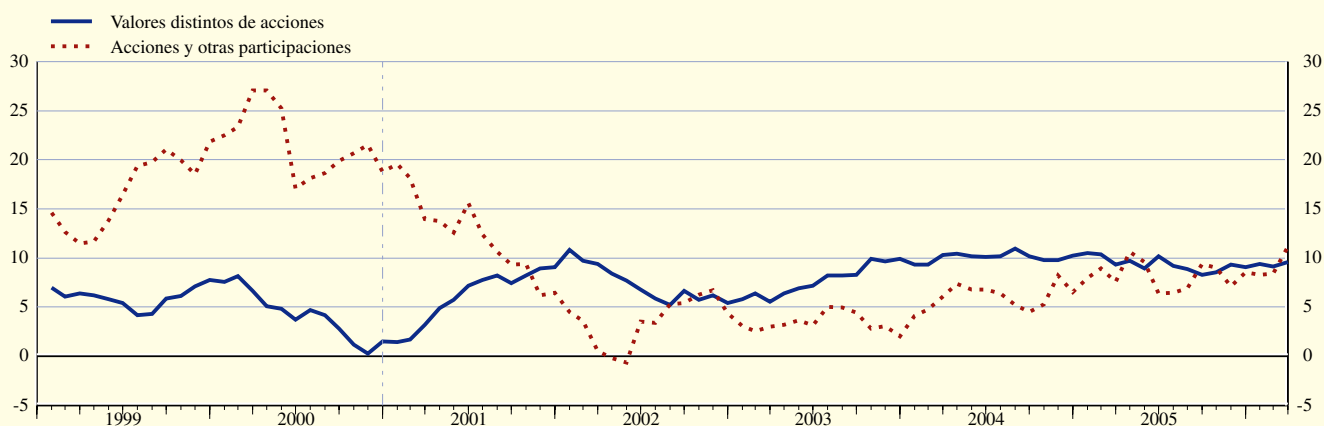
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(mm de euro)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1.216,6	296,0	674,1	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
IV	4.436,8	1.450,3	64,0	1.412,2	17,0	526,4	24,1	942,8	1.253,6	309,7	694,8	249,0
2006 Ene	4.515,3	1.470,9	62,9	1.431,6	16,8	528,5	25,7	978,8	1.294,0	322,3	710,8	260,9
Feb	4.564,3	1.487,0	66,8	1.437,9	17,6	539,8	26,2	989,0	1.317,8	318,0	730,5	269,3
Mar ^(p)	4.572,1	1.501,6	68,1	1.412,8	16,6	547,0	26,8	999,2	1.363,2	323,7	765,8	273,7
Operaciones												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	20,5	7,2	21,0	-7,6
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	70,3	2,2	37,1	31,0
2005 I	137,6	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,9	9,3	16,9	31,8
II	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	15,0	5,1	25,5	-15,6
III	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,6	2,9
IV	91,5	8,4	-4,6	2,3	-0,2	36,6	4,0	45,0	19,1	11,6	2,6	4,8
2006 Ene	102,9	27,9	-0,1	22,9	0,3	3,5	2,1	46,3	31,2	10,3	13,9	7,0
Feb	40,2	16,6	3,0	6,4	0,4	11,9	0,0	1,8	19,9	-5,2	17,6	7,5
Mar ^(p)	33,4	15,1	2,7	-16,4	-0,5	8,6	1,2	22,8	44,3	5,2	35,2	3,9
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	2,1	2,7	3,7	-4,1
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,5	0,8	6,0	17,4
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,6	1,9	4,5	26,5
Jun	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,4	1,4	7,0	11,7
Sep	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,4	4,7	10,6	12,3
Dic	9,1	6,3	-1,7	3,9	-4,6	16,1	33,8	19,2	8,5	9,6	7,2	11,0
2006 Ene	9,4	8,1	-7,8	2,9	-16,1	15,7	49,1	19,9	8,3	10,8	7,4	7,4
Feb	9,1	8,1	-2,9	1,1	-10,6	15,6	52,0	21,4	8,4	9,2	10,1	2,7
Mar ^(p)	9,6	8,3	-0,8	0,6	-0,6	17,0	57,6	22,9	11,2	9,7	14,5	3,8

C13 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
IV	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-0,1	-1,0	-0,7	-4,6	-0,5	-3,1	-1,0
2006 Ene	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-0,6
Feb	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
Mar ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
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
IV	-8,5	-2,1	-4,6	-1,8	-0,4	-0,2	-0,2
2006 Ene	-1,7	-0,8	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,1
Feb	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Mar ^(p)	-1,1	-0,2	-0,3	-0,6	-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	17,6	8,0	3,4	6,2
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005 I	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	3,4	0,5	1,7	1,3
II	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,5
III	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,2	5,3
IV	4,7	-0,6	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,1	4,7	12,9	1,3	5,4	6,2
2006 Ene	-2,3	-1,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,5	8,7	2,0	2,1	4,6
Feb	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	2,3	4,0	0,9	2,1	1,0
Mar ^(p)	-5,6	-0,3	-0,1	-3,7	-0,1	-0,5	-0,1	-0,9	1,5	0,5	0,6	0,5

Fuente: BCE.

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las 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	4.820,8	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.832,4	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 ^(p)	4.851,1	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.355,8	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	1.935,6	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 ^(p)	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	3.795,0	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 ^(p)	4.051,7	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 resi□

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)	4.569,7	-	-	-	-	-	9.119,2	96,3	3,7	1,6	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)	1.680,8	47,7	52,3	30,9	4,4	2,1	10,0	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	1.507,2	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)	1.514,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	1.979,7	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	359,5	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,6	438,4	43,8	56,2	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)	398,5	47,8	52,2	30,9	0,8	0,7	16,2	533,4	35,9	64,1	37,6	7,2	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 resi□
- 3) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del 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 III	3.688,2	266,5	1.588,9	78,8	1.510,1	1.179,8	325,6	155,4	172,2
IV	3.830,2	260,5	1.622,4	78,6	1.543,8	1.251,1	342,2	158,5	195,5
2005 I	4.058,7	287,8	1.692,2	79,3	1.612,9	1.325,5	371,3	163,1	218,8
II	4.314,0	295,9	1.783,6	91,4	1.692,2	1.405,7	412,1	167,5	249,2
III	4.631,9	302,9	1.861,7	101,0	1.760,7	1.559,5	454,0	171,6	282,2
IV ^(p)	4.793,3	291,9	1.849,7	109,3	1.740,4	1.690,6	498,5	176,0	286,5

2. Pasivo

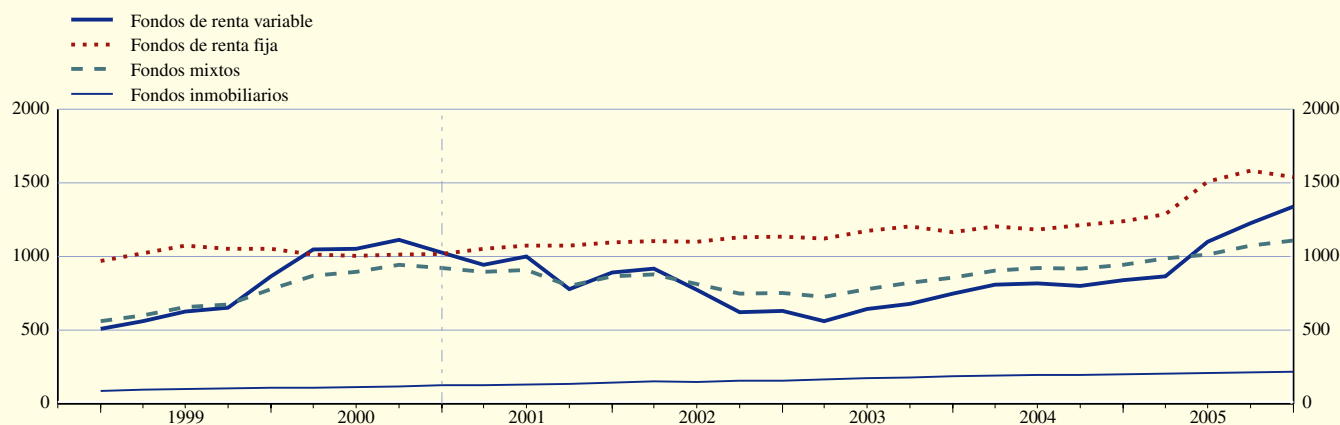
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2004 III	3.688,2	53,7	3.490,7	143,9
IV	3.830,2	53,1	3.619,6	157,5
2005 I	4.058,7	61,7	3.798,9	198,2
II	4.314,0	58,7	4.035,4	219,8
III	4.631,9	60,5	4.352,9	218,6
IV ^(p)	4.793,3	61,6	4.520,3	211,4

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 III	3.688,2	798,9	1.211,2	916,5	196,2	565,4	2.739,4	948,9
IV	3.830,2	836,8	1.238,7	941,4	196,8	616,6	2.850,9	979,2
2005 I	4.058,7	864,6	1.285,7	984,4	201,1	722,8	3.041,4	1.017,3
II	4.314,0	1.097,2	1.510,1	1.011,1	207,1	488,5	3.245,6	1.068,3
III	4.631,9	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	541,0	3.507,5	1.124,4
IV ^(p)	4.793,3	1.339,7	1.539,1	1.107,9	215,8	590,8	3.663,0	1.130,2

C14 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 III	798,9	34,0	35,8	4,0	31,8	673,2	28,7	-	27,2
IV	836,8	30,9	37,0	4,1	32,9	705,8	32,2	-	30,9
2005 I	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
II	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
III	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
IV ^(p)	1.339,7	52,2	45,9	5,7	40,2	1.146,5	60,3	-	34,9
Fondos de renta fija									
2004 III	1.211,2	87,1	1.006,4	42,4	964,0	34,4	28,8	-	54,5
IV	1.238,7	84,1	1.020,9	43,6	977,3	39,9	29,4	-	64,3
2005 I	1.285,7	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
II	1.510,1	110,5	1.229,4	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
III	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
IV ^(p)	1.539,1	100,3	1.252,9	67,7	1.185,2	38,6	46,3	-	101,0
Fondos mixtos									
2004 III	916,5	57,0	375,0	23,7	351,3	291,9	142,2	0,3	50,1
IV	941,4	55,2	375,4	21,8	353,5	304,9	149,7	0,3	55,9
2005 I	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
II	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,1	0,2	79,4
III	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
IV ^(p)	1.107,9	60,9	439,7	26,8	412,9	315,5	201,9	0,1	89,8
Fondos inmobiliarios									
2004 III	196,2	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,0	8,7
IV	196,8	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,3	8,7
2005 I	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
II	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,5	167,1	9,0
III	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
IV ^(p)	215,8	14,2	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2004 III	2.739,4	221,6	1.051,9	939,0	249,8	133,4	143,7
IV	2.850,9	217,9	1.077,4	999,7	261,0	137,5	157,6
2005 I	3.041,4	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,2
II	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,6	144,8	207,3
III	3.507,5	251,6	1.260,9	1.257,8	353,3	146,5	237,4
IV ^(p)	3.663,0	244,1	1.277,9	1.372,1	380,9	150,1	237,8
Fondos de inversores especiales							
2004 III	948,9	44,9	537,0	240,8	75,8	22,0	28,5
IV	979,2	42,6	545,0	251,4	81,2	21,0	37,9
2005 I	1.017,3	46,1	557,8	267,1	85,6	22,0	38,6
II	1.068,3	48,2	576,5	280,6	98,5	22,8	41,9
III	1.124,4	51,3	600,7	301,7	100,8	25,2	44,8
IV ^(p)	1.130,2	47,8	571,8	318,4	117,6	25,9	48,7

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo 3	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 9	Depósitos en las no IFM 10	
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7	Cesiones temporales 8			
Saldos vivos											
2004 III	16.340,6	6.191,5	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	319,6	354,7
IV	16.705,4	6.343,4	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	332,4	336,1
2005 I	16.989,7	6.355,0	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	326,3	371,9
II	17.445,5	6.526,4	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	334,1	369,0
III	17.779,8	6.526,3	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	339,4	396,6
IV	18.228,8	6.726,5	467,6	5.731,4	2.559,2	1.602,1	1.489,8	80,3	173,9	353,7	392,3
Operaciones											
2004 III	127,9	29,8	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,3	11,0
IV	158,1	163,1	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	15,2	-16,3
2005 I	157,0	14,0	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-1,8	26,7
II	302,9	168,1	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	10,7	-9,5
III	96,7	3,5	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	8,4	14,2
IV	302,4	209,3	28,1	169,8	119,3	33,9	14,2	2,4	-8,6	19,9	-5,7
Tasas de crecimiento											
2004 III	4,8	6,0	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	16,4	5,8
IV	4,8	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	12,2	3,8
2005 I	4,8	6,0	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	10,9	5,1
II	4,6	6,1	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	12,1	3,5
III	4,4	5,6	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	10,2	4,3
IV	5,1	6,2	13,0	5,4	10,6	1,6	2,8	-9,3	6,9	11,2	7,6

	Valores distintos de acciones			Acciones ^{b)}				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
2004 III	2.011,0	240,5	1.770,5	4.033,2	2.064,8	1.968,4	421,6	4.104,8	3.725,9	378,9
IV	2.017,5	260,8	1.756,8	4.148,1	2.165,5	1.982,6	405,0	4.196,4	3.814,4	382,0
2005 I	2.023,7	255,5	1.768,2	4.302,7	2.269,9	2.032,8	411,2	4.308,4	3.917,4	391,0
II	2.069,8	256,4	1.813,4	4.436,2	2.347,0	2.089,2	408,4	4.413,1	4.019,5	393,5
III	2.054,7	251,4	1.803,3	4.692,1	2.520,6	2.171,5	409,5	4.506,7	4.109,1	397,6
IV	2.049,6	240,4	1.809,2	4.839,2	2.656,3	2.182,9	399,8	4.613,5	4.212,6	400,9
Operaciones										
2004 III	20,5	9,8	10,7	14,8	7,4	7,4	-3,2	62,8	58,0	4,8
IV	-6,3	3,2	-9,5	-62,6	-51,6	-10,9	-16,4	63,9	59,8	4,2
2005 I	31,2	-5,5	36,7	36,8	1,8	35,0	6,3	75,0	65,1	10,0
II	25,8	2,0	23,8	37,8	19,6	18,3	-1,0	71,2	67,5	3,7
III	-5,8	0,4	-6,1	26,3	-8,6	34,9	3,0	72,7	67,8	5,0
IV	5,7	-12,9	18,6	14,7	11,9	2,8	-8,3	72,7	68,6	4,2
Tasas de crecimiento										
2004 III	1,2	11,2	0,3	2,6	3,0	2,3	0,1	6,7	6,8	6,4
IV	3,8	31,4	0,8	1,4	1,1	1,7	-1,6	6,8	6,8	7,0
2005 I	4,6	15,4	3,2	1,4	0,9	1,9	-3,3	6,6	6,6	6,6
II	3,6	4,1	3,5	0,7	-1,1	2,5	-3,4	6,7	6,8	6,1
III	2,2	0,0	2,5	1,0	-1,9	3,9	-1,9	6,9	7,0	6,0
IV	2,8	-6,2	4,2	2,8	1,1	4,6	0,0	7,0	7,0	6,0

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2004 III	17.438,9	8.812,5	7.671,3	930,7	90,1	840,6	3.743,4	1.172,0	2.571,4	4.138,5	287,8	3.850,7	426,2
IV	17.815,1	8.939,7	7.794,7	929,7	80,8	848,9	3.784,5	1.192,2	2.592,3	4.225,4	292,3	3.933,2	435,0
2005 I	18.180,2	9.027,6	7.877,9	924,3	77,4	846,9	3.815,2	1.191,4	2.623,8	4.288,1	292,1	3.996,0	451,3
II	18.712,8	9.238,5	8.103,2	924,3	82,2	842,1	3.909,5	1.239,9	2.669,6	4.404,6	302,6	4.102,0	518,3
III	19.190,9	9.373,1	8.238,6	933,6	87,5	846,1	3.941,0	1.222,8	2.718,3	4.498,4	300,1	4.198,3	527,8
IV	19.459,3	9.620,2	8.455,0	947,3	84,5	862,8	4.054,8	1.265,0	2.789,8	4.618,1	306,6	4.311,5	587,6
Operaciones													
2004 III	149,7	80,9	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	4,9	-11,3	16,1	81,2	-2,6	83,8	2,0
IV	119,5	147,6	139,7	1,9	-9,2	11,1	58,1	23,1	35,1	87,5	5,8	81,7	1,7
2005 I	237,7	89,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	31,1	5,9	25,1	65,0	0,7	64,3	7,6
II	323,9	202,7	186,2	-0,6	4,8	-5,4	90,1	40,6	49,5	113,1	10,4	102,7	60,9
III	219,8	132,0	139,0	9,6	5,3	4,2	26,5	-16,3	42,8	95,9	-2,5	98,5	23,4
IV	286,1	266,9	221,6	13,4	-2,7	16,1	138,3	42,5	95,8	115,2	6,7	108,5	46,1
Tasas de crecimiento													
2004 III	4,4	4,9	5,7	1,0	24,0	-1,0	2,3	-1,3	4,0	8,3	0,9	8,9	5,5
IV	4,4	5,1	5,9	-0,9	-1,7	-0,8	3,4	2,0	4,0	8,1	1,9	8,6	2,3
2005 I	4,5	5,5	6,0	-2,0	-10,1	-1,1	4,5	3,1	5,2	8,2	3,9	8,5	1,7
II	4,8	6,0	6,6	-1,1	-10,1	-0,1	4,9	4,9	4,9	8,5	4,9	8,8	16,7
III	5,2	6,5	7,2	0,5	-2,8	0,9	5,5	4,5	5,9	8,7	5,0	9,0	21,9
IV	6,0	7,7	8,1	1,7	5,0	1,4	7,6	6,1	8,2	9,2	5,2	9,5	31,7

	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 III	5.370,8	4.716,4	615,5	4.100,9	654,4	225,5	428,9	2.763,8	194,0	297,7		
IV	5.380,6	4.728,9	590,8	4.138,0	651,7	221,3	430,4	2.980,4	213,5	300,9		
2005 I	5.498,3	4.834,9	601,3	4.233,6	663,4	235,5	428,0	3.138,6	212,0	303,7		
II	5.709,1	5.031,3	622,8	4.408,5	677,8	240,7	437,1	3.243,6	214,7	307,0		
III	5.705,9	5.026,8	610,7	4.416,1	679,1	237,2	441,9	3.580,2	221,3	310,4		
IV	5.627,1	4.956,5	586,5	4.369,9	670,7	235,6	435,1	3.676,1	222,6	313,3		
Operaciones												
2004 III	47,1	39,8	0,7	39,2	7,3	-3,4	10,7	6,3	12,1	3,2		
IV	-54,3	-44,9	-25,2	-19,7	-9,4	-7,3	-2,1	2,8	19,4	4,0		
2005 I	140,4	123,7	9,1	114,7	16,7	15,4	1,3	4,8	-0,2	2,8		
II	117,0	111,3	22,7	88,5	5,7	5,0	0,7	-1,7	2,7	3,3		
III	-1,4	-1,6	-12,0	10,5	0,2	-3,6	3,7	79,3	6,6	3,4		
IV	-23,5	-20,5	-24,0	3,5	-3,0	-4,4	1,4	19,9	19,6	3,1		
Tasas de crecimiento												
2004 III	5,2	5,2	6,7	5,0	5,2	12,7	1,8	0,5	11,3	4,9		
IV	4,8	5,2	6,2	5,1	2,0	8,4	-1,0	0,5	17,5	4,6		
2005 I	4,8	4,8	1,0	5,3	5,6	8,4	4,1	0,6	12,8	4,5		
II	4,7	5,0	1,2	5,5	3,1	4,3	2,5	0,4	18,7	4,5		
III	3,8	4,0	-0,9	4,7	2,0	4,2	0,9	3,1	14,7	4,5		
IV	4,3	4,5	-0,7	5,2	3,0	5,6	1,6	3,4	13,5	4,2		

Fuente: BCE.

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

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

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2004 III	4.116,0	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	369,9	64,0	305,9	1.652,2	67,7	1.584,5
IV	4.229,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	361,4	63,4	297,9	1.716,6	80,0	1.636,7
2005 I	4.354,0	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	359,9	64,0	295,9	1.761,5	78,3	1.683,2
II	4.487,8	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	354,6	65,6	288,9	1.826,5	78,2	1.748,4
III	4.653,0	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	360,2	71,4	288,8	1.869,9	75,4	1.794,5
IV	4.729,2	612,4	67,7	521,5	2,6	20,5	362,9	77,4	285,5	1.893,7	79,7	1.814,0
	Operaciones											
2004 III	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2	0,0	27,0	-0,4	27,4
IV	61,7	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-8,6	-0,6	-8,0	49,3	3,4	45,8
2005 I	86,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-3,3	0,9	-4,3	50,7	-1,6	52,3
II	54,9	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-5,5	1,6	-7,1	36,9	-1,1	38,1
III	76,6	7,2	-1,2	6,4	0,1	1,9	1,1	1,3	-0,2	33,0	-2,8	35,8
IV	62,2	8,5	7,4	3,0	0,0	-1,9	0,9	5,5	-4,7	43,2	3,4	39,8
	Tasas de crecimiento											
2004 III	6,9	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	5,2	-0,5	6,4	9,9	3,0	10,2
IV	6,1	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-0,2	3,0	-0,8	9,6	8,9	9,7
2005 I	5,8	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-3,5	1,8	-4,6	9,5	3,4	9,8
II	6,3	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-4,8	2,7	-6,3	10,2	0,4	10,6
III	6,8	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-4,4	5,0	-6,4	10,3	-3,1	10,9
IV	6,6	4,5	12,4	3,7	18,4	-1,1	-1,9	14,7	-5,4	9,5	-2,6	10,1

	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			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 III	1.392,9	657,9	735,0	62,2	127,5	4.274,0	90,7	52,5	21,1	186,4	3.975,8	3.386,1	589,7		
IV	1.439,9	688,7	751,2	67,4	128,5	4.371,7	79,5	48,6	21,2	207,9	4.063,2	3.469,7	593,4		
2005 I	1.503,5	716,5	787,0	67,1	132,0	4.511,3	90,1	58,2	21,4	220,3	4.179,5	3.573,4	606,0		
II	1.576,8	747,4	829,4	87,2	134,2	4.633,0	92,8	63,8	21,5	223,3	4.295,3	3.685,8	609,5		
III	1.683,5	816,0	867,5	88,1	136,6	4.726,8	92,4	65,2	22,2	251,2	4.361,0	3.774,1	586,9		
IV	1.721,5	833,5	888,0	80,8	138,7	4.874,6	66,1	64,5	22,2	285,9	4.500,4	3.872,5	627,9		
	Operaciones														
2004 III	14,0	9,2	4,8	-0,6	2,1	61,3	1,7	-1,1	-1,9	2,1	59,5	53,9	5,6		
IV	10,0	2,7	7,3	5,1	1,1	43,3	-11,0	-3,6	0,0	0,1	54,3	50,5	3,8		
2005 I	23,0	5,5	17,6	-0,2	3,5	83,1	9,7	8,6	0,6	0,0	72,7	60,2	12,6		
II	23,6	1,4	22,2	6,7	2,0	72,6	2,8	5,5	0,0	0,5	69,3	65,6	3,7		
III	32,9	16,5	16,4	1,0	2,4	73,8	-0,4	1,4	0,5	1,1	72,6	65,9	6,7		
IV	8,0	-10,0	18,0	0,0	1,6	76,8	-0,7	-0,7	0,1	4,6	72,7	66,6	6,2		
	Tasas de crecimiento														
2004 III	4,3	2,2	6,2	3,0	-0,7	6,4	6,1	17,5	0,2	4,8	6,5	6,8	4,5		
IV	3,1	1,3	4,8	4,8	6,1	6,2	5,5	36,9	-9,1	1,6	6,5	6,8	4,8		
2005 I	3,6	2,2	4,8	6,4	6,3	6,0	5,4	23,7	-6,5	1,2	6,3	6,6	4,7		
II	5,1	2,8	7,1	17,4	6,9	6,2	3,5	17,6	-5,6	1,4	6,5	6,9	4,4		
III	6,4	4,0	8,6	20,3	7,1	6,4	1,2	22,8	5,4	0,9	6,8	7,2	4,5		
IV	6,1	1,9	9,9	11,1	7,4	7,0	14,3	30,5	6,2	3,0	7,1	7,4	4,9		

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	780,7	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.

MERCADOS FINANCIEROS

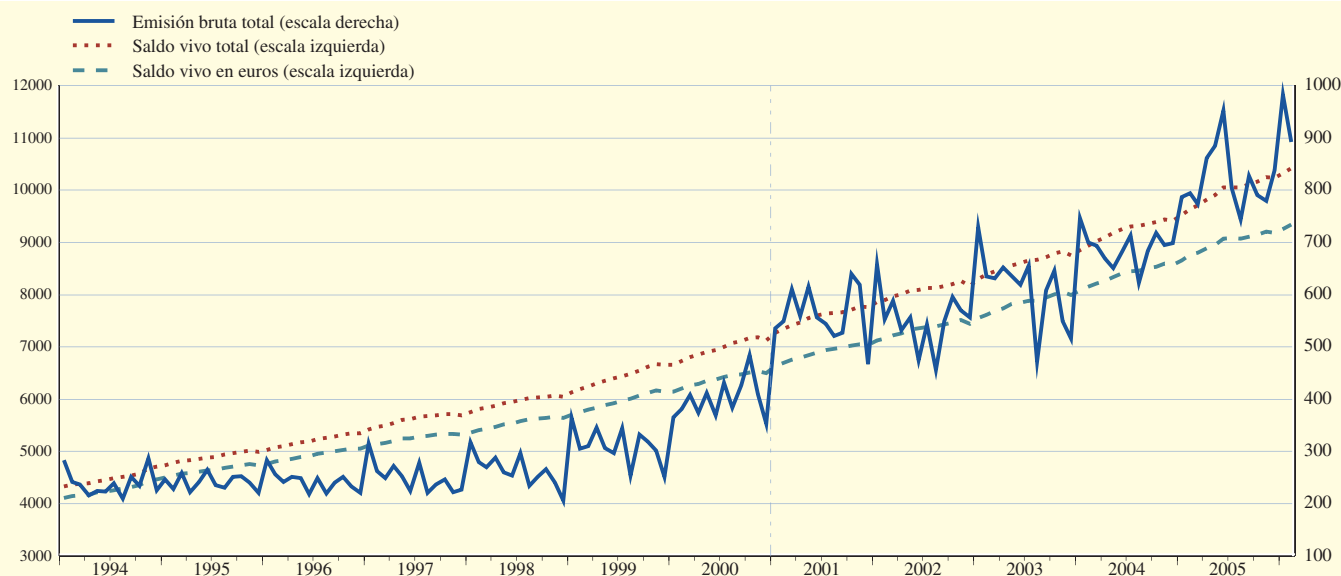
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	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												
2005 Feb	10.218,7	818,3	119,4	8.761,9	752,2	107,0	9.641,5	794,8	117,1	7,8	81,8	7,9
Mar	10.326,2	821,4	106,5	8.806,6	727,2	43,5	9.709,2	773,2	53,7	7,4	35,1	7,6
Abr	10.382,5	861,8	56,2	8.891,6	814,7	84,9	9.818,6	861,2	101,2	7,8	85,9	8,6
May	10.447,7	899,7	66,4	8.952,1	844,7	61,5	9.909,0	884,4	66,1	7,4	36,4	7,9
Jun	10.641,2	1.026,8	193,6	9.077,0	902,8	125,4	10.049,6	952,4	135,0	8,1	138,2	9,2
Jul	10.613,5	813,6	-27,9	9.079,9	762,7	2,8	10.055,9	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
Ago	10.620,9	757,8	3,8	9.072,6	705,2	-11,0	10.057,7	744,4	-2,7	7,4	35,2	7,0
Sep	10.720,0	893,6	100,6	9.108,9	786,8	37,6	10.112,1	828,0	46,4	7,4	45,8	7,2
Oct	10.734,1	797,0	14,4	9.145,1	744,1	36,3	10.166,1	790,7	53,2	7,5	51,7	6,4
Nov	10.812,4	801,7	80,0	9.205,9	734,5	62,4	10.255,5	779,5	76,8	7,6	77,6	7,2
Dic	10.826,1	869,8	12,4	9.183,2	794,1	-23,9	10.237,7	838,0	-24,8	7,6	77,0	5,9
2006 Ene	.	.	.	9.262,1	930,4	84,9	10.319,5	982,8	101,6	7,6	63,6	7,1
Feb	.	.	.	9.338,5	838,8	74,8	10.424,2	892,4	88,0	7,2	51,1	7,4
Largo plazo												
2005 Feb	9.298,3	224,3	115,6	7.925,9	184,0	97,1	8.693,6	203,2	105,8	8,2	76,0	8,8
Mar	9.372,4	204,1	74,0	7.975,4	164,5	49,3	8.760,0	184,9	57,2	8,2	47,1	8,6
Abr	9.425,4	186,1	53,1	8.034,3	167,0	58,8	8.838,1	184,8	70,2	8,4	66,0	9,3
May	9.495,8	183,5	70,9	8.095,5	153,9	61,5	8.926,3	169,4	67,8	8,0	40,9	8,6
Jun	9.679,6	306,2	183,8	8.242,2	238,8	147,0	9.092,6	261,3	157,1	8,9	144,7	10,6
Jul	9.674,1	155,2	-5,8	8.235,4	131,4	-7,0	9.089,0	146,1	-2,4	8,4	-2,7	8,8
Ago	9.672,8	86,9	-4,9	8.222,3	63,9	-16,7	9.086,5	77,4	-9,2	8,1	22,0	7,4
Sep	9.740,8	188,5	68,8	8.265,5	143,8	43,9	9.146,8	163,2	55,3	8,0	48,2	7,4
Oct	9.772,1	166,1	32,2	8.283,2	137,5	18,5	9.181,3	159,4	31,7	8,0	41,8	6,8
Nov	9.854,7	168,6	83,5	8.348,3	132,0	65,9	9.271,0	152,6	80,5	8,2	83,3	7,7
Dic	9.898,0	177,6	41,4	8.375,2	146,9	25,2	9.303,5	165,6	27,5	8,3	75,7	6,0
2006 Ene	.	.	.	8.415,0	176,7	44,9	9.344,1	198,6	57,2	8,1	59,0	7,4
Feb	.	.	.	8.473,9	166,5	58,1	9.427,9	192,0	71,0	7,6	38,6	7,8

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

(mm de euros)



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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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	9.416	3.713	737	595	4.120	250	8.277	5.480	223	1.028	1.464	83
2005	10.238	4.109	927	613	4.306	283	9.838	6.983	325	1.031	1.404	95
2005 I	9.709	3.849	757	607	4.237	259	2.355	1.620	50	248	412	25
II	10.050	3.993	830	619	4.342	266	2.698	1.884	110	281	400	23
III	10.112	4.046	842	617	4.337	271	2.377	1.732	49	251	323	21
IV	10.238	4.109	927	613	4.306	283	2.408	1.747	116	250	270	26
2005 Nov	10.256	4.121	877	623	4.354	280	779	557	30	87	95	11
Dic	10.238	4.109	927	613	4.306	283	838	626	59	78	67	8
2006 Ene	10.319	4.145	925	618	4.347	285	983	709	13	94	159	8
Feb	10.424	4.211	951	620	4.354	289	892	663	33	78	110	8
A corto plazo												
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2005	934	482	7	90	350	5	7.769	6.046	45	942	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	235	175	9
IV	934	482	7	90	350	5	1.930	1.531	10	221	160	8
2005 Nov	985	496	7	99	377	5	627	488	4	79	53	2
Dic	934	482	7	90	350	5	672	554	2	67	46	3
2006 Ene	975	501	7	96	368	5	784	613	4	88	76	3
Feb	996	522	7	94	369	5	700	569	3	74	52	2
Total a largo plazo ¹⁾												
2004	8.503	3.266	730	505	3.758	245	1.939	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	523	3.956	278	2.069	937	280	89	702	61
2005 I	8.760	3.393	749	502	3.862	254	590	293	38	19	223	16
II	9.093	3.531	823	513	3.965	261	616	256	99	24	222	15
III	9.147	3.571	835	518	3.958	265	387	172	38	17	148	12
IV	9.303	3.627	920	523	3.956	278	478	216	105	29	109	18
2005 Nov	9.271	3.625	870	524	3.977	275	153	69	26	8	42	8
Dic	9.303	3.627	920	523	3.956	278	166	72	57	11	20	5
2006 Ene	9.344	3.644	919	522	3.979	280	199	96	9	5	83	5
Feb	9.428	3.689	944	526	3.986	284	192	94	30	4	58	6
Del cual: a tipo fijo												
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.714	2.016	459	413	3.607	217	1.228	413	92	54	620	48
2005 I	6.516	1.968	427	409	3.516	196	386	137	21	15	198	15
II	6.674	2.003	445	416	3.606	203	343	101	28	15	187	12
III	6.673	2.014	436	415	3.600	207	235	80	8	8	133	8
IV	6.714	2.016	459	413	3.607	217	264	96	35	16	103	14
2005 Nov	6.732	2.034	442	416	3.625	215	83	27	6	3	40	7
Dic	6.714	2.016	459	413	3.607	217	74	24	21	5	20	3
2006 Ene	6.750	2.043	457	408	3.622	220	149	68	3	1	72	4
Feb	6.780	2.056	465	410	3.624	224	119	46	11	2	54	5
Del cual: emitidos a tipo variable												
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.257	1.343	456	93	303	60	714	429	187	28	58	12
2005 I	1.958	1.212	318	79	292	58	168	129	17	3	17	2
II	2.116	1.292	374	83	310	57	238	128	71	7	29	3
III	2.163	1.310	395	86	315	58	124	76	30	6	8	5
IV	2.257	1.343	456	93	303	60	185	95	70	11	4	4
2005 Nov	2.209	1.328	425	90	307	59	58	31	20	4	2	1
Dic	2.257	1.343	456	93	303	60	81	39	36	5	0	2
2006 Ene	2.257	1.335	458	95	308	60	35	20	6	2	6	1
Feb	2.302	1.362	474	96	310	59	62	41	18	1	2	1

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

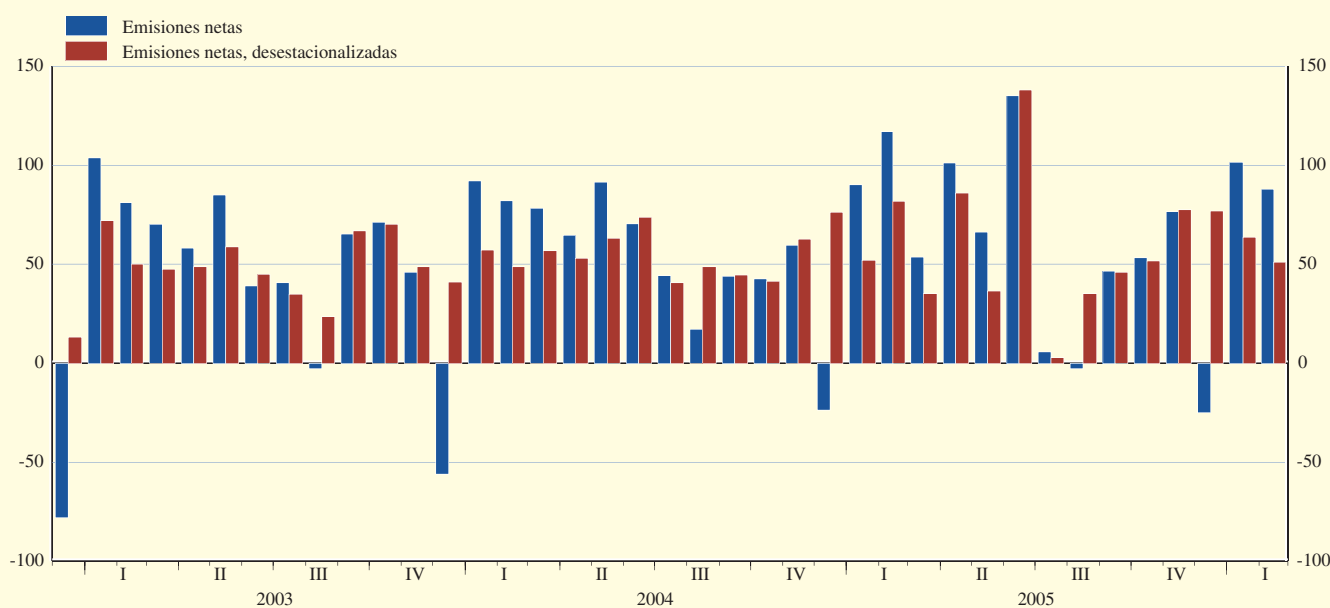
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	662,9	350,4	75,2	8,2	197,6	31,5	666,9	353,1	73,3	7,9	200,8	31,7
2005	717,9	315,7	177,0	20,5	172,1	32,3	719,8	318,2	173,4	20,6	174,9	32,6
2005 I	260,9	114,5	13,4	13,7	110,4	9,0	169,1	72,0	29,5	10,2	49,1	8,3
II	302,3	117,9	69,7	8,8	99,2	6,5	260,4	122,3	62,7	4,9	64,6	6,0
III	49,6	38,4	12,4	-0,8	-4,8	4,5	83,9	49,9	18,5	1,0	8,3	6,3
IV	105,1	45,0	81,5	-1,1	-32,6	12,4	206,3	74,0	62,8	4,6	52,9	12,0
2005 Nov	76,8	21,6	20,2	-2,8	30,9	6,9	77,6	22,9	16,3	-2,6	34,8	6,3
Dic	-24,8	-18,5	47,1	-7,9	-48,1	2,7	77,0	18,9	29,4	-0,4	24,8	4,4
2006 Ene	101,6	50,0	0,5	5,2	43,4	2,5	63,6	37,6	13,4	2,4	8,5	1,8
Feb	88,0	53,5	23,6	1,4	5,7	3,8	51,1	36,0	27,1	1,5	-16,8	3,3
	Largo plazo											
2004	615,5	297,8	73,8	11,8	202,4	29,7	618,6	298,8	72,0	11,6	206,2	30,0
2005	708,8	293,1	177,5	21,0	184,6	32,6	710,9	294,7	174,0	20,9	188,5	32,8
2005 I	230,3	111,5	13,0	-1,2	98,4	8,7	191,1	85,2	29,3	3,1	65,9	7,5
II	295,1	112,7	70,1	8,7	97,1	6,6	251,6	110,8	62,6	3,5	68,4	6,2
III	43,7	28,2	12,7	5,8	-7,6	4,5	67,4	29,2	18,8	7,6	5,5	6,3
IV	139,7	40,8	81,7	7,8	-3,4	12,8	200,8	69,5	63,2	6,7	48,7	12,7
2005 Nov	80,5	19,7	19,9	0,1	33,7	7,1	83,3	27,0	16,2	-0,9	34,4	6,6
Dic	27,5	-3,0	47,0	1,4	-20,9	2,9	75,7	18,5	29,3	2,1	20,9	4,9
2006 Ene	57,2	28,2	0,7	-0,2	25,9	2,6	59,0	34,6	13,6	2,6	6,5	1,8
Feb	71,0	36,3	23,2	3,0	4,8	3,8	38,6	17,5	26,9	5,1	-14,4	3,5

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

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

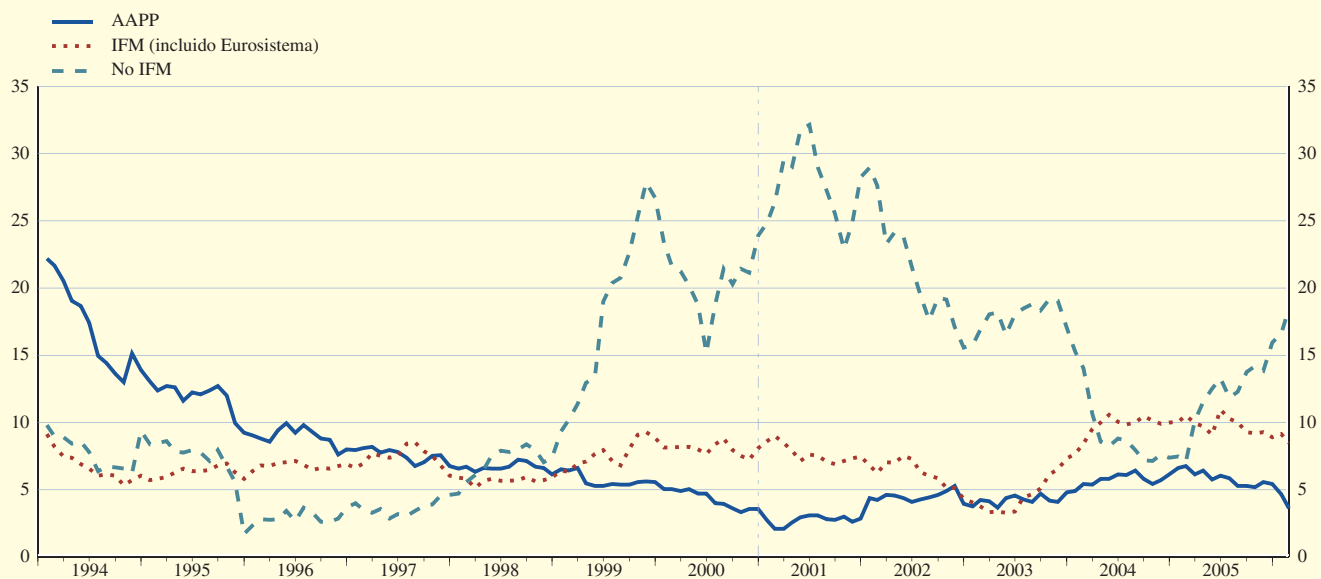


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras 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												
2005 Feb	7,8	10,5	11,3	2,9	5,3	13,0	7,9	10,2	16,1	2,6	4,9	15,6
Mar	7,4	9,7	14,6	4,3	4,5	11,9	7,6	9,7	20,1	3,6	4,1	13,7
Abr	7,8	9,9	15,7	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,2	5,9	5,2	15,6
May	7,4	9,3	18,3	4,7	4,2	11,7	7,9	9,8	19,5	5,2	4,6	10,4
Jun	8,1	10,5	20,0	3,0	4,6	11,3	9,2	10,6	26,7	5,1	5,5	11,7
Jul	7,6	10,0	18,7	1,5	4,3	12,9	8,1	10,6	22,1	2,5	4,1	9,8
Ago	7,4	10,0	18,7	2,2	3,7	12,0	7,0	9,8	21,6	1,8	2,7	8,7
Sep	7,4	9,4	21,2	2,8	3,8	11,7	7,2	9,1	22,4	2,0	3,5	9,7
Oct	7,5	9,4	21,4	3,9	3,6	12,1	6,4	8,5	23,7	2,0	2,1	8,8
Nov	7,6	9,4	21,0	3,0	4,0	12,3	7,2	8,9	22,5	0,8	3,5	14,1
Dic	7,6	8,4	23,7	3,5	4,2	12,9	5,9	6,3	20,6	1,8	2,9	14,3
2006 Ene	7,6	9,1	24,3	3,4	3,7	11,3	7,1	7,7	26,3	4,2	3,2	12,8
Feb	7,2	8,9	26,6	2,8	2,7	11,8	7,4	7,9	31,7	3,8	2,6	14,8
Largo plazo												
2005 Feb	8,2	10,5	11,0	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,7	2,5	6,3	15,6
Mar	8,2	10,0	14,3	4,6	5,8	11,5	8,6	10,1	19,9	2,7	5,8	14,3
Abr	8,4	9,7	15,5	6,1	6,0	12,6	9,3	10,0	18,9	3,0	7,5	16,2
May	8,0	9,1	18,1	4,8	5,4	11,7	8,6	9,7	19,3	1,8	6,5	11,3
Jun	8,9	10,9	19,8	4,3	5,7	11,3	10,6	12,2	27,0	2,6	7,2	11,5
Jul	8,4	10,3	18,5	2,6	5,4	13,2	8,8	10,8	22,3	2,7	5,3	10,4
Ago	8,1	10,0	18,8	3,4	4,8	12,3	7,4	9,3	22,1	4,3	3,4	9,2
Sep	8,0	9,3	21,2	3,6	4,8	12,2	7,4	8,4	22,7	4,4	3,9	10,1
Oct	8,0	9,2	21,5	4,1	4,7	12,5	6,8	8,4	24,3	5,4	2,1	8,9
Nov	8,2	9,3	21,1	3,5	5,1	12,9	7,7	8,9	23,0	5,3	3,6	14,6
Dic	8,3	8,9	24,0	4,2	4,9	13,3	6,0	5,7	21,0	5,7	2,8	15,2
2006 Ene	8,1	9,1	24,6	4,9	4,2	11,8	7,4	7,6	26,7	7,1	3,1	13,3
Feb	7,6	8,5	26,9	5,9	3,0	12,5	7,8	7,7	31,9	7,5	2,6	15,7

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



Fuente: BCE.

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

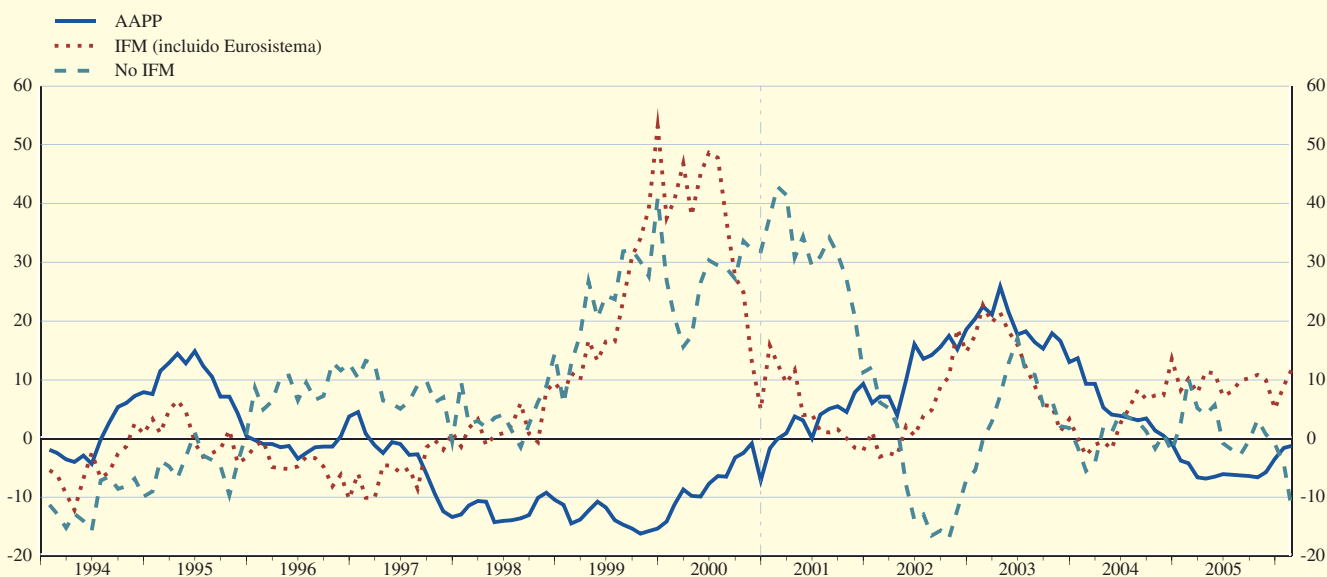
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			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	16,3	18,5	27,1	8,6	0,6	26,4
2005	4,7	3,1	5,8	0,2	5,5	15,0	19,3	18,3	35,5	22,3	9,9	4,6
2005 I	4,7	2,8	4,0	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	24,0	27,7	7,7	12,3
II	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,7	19,3	18,9	34,6	26,4	8,5	3,1
III	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,6	20,6	19,7	38,4	17,5	11,6	1,6
IV	4,7	3,9	6,6	0,4	4,8	15,9	19,0	15,3	43,5	19,0	11,8	1,9
2005 Sep	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,8	17,4	42,7	18,1	16,6	3,5
Oct	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,4	18,6	15,2	42,6	17,7	11,7	2,3
Nov	4,9	4,3	5,3	-0,1	5,1	16,5	18,5	14,8	43,8	19,1	10,5	0,9
Dic	4,7	3,7	8,3	0,3	4,7	16,8	19,0	14,8	45,3	22,2	9,7	1,4
2006 Ene	4,6	4,9	8,2	0,4	3,9	14,9	18,9	14,6	46,8	23,0	8,7	1,0
Feb	4,0	4,5	9,8	1,4	2,7	16,1	18,5	13,4	50,0	23,9	7,7	-0,2
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,2	8,9	0,5	25,3
2005	4,3	0,9	9,3	-0,3	5,4	15,3	18,8	17,2	34,8	22,3	10,3	5,2
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,6	18,2	24,3	26,7	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,2	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,7	24,5	9,0	3,7
III	4,1	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	37,9	18,3	12,1	2,5
IV	4,2	1,9	8,8	0,5	4,7	16,2	18,3	13,9	41,2	20,5	12,3	2,2
2005 Sep	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,2	16,0	41,0	19,6	17,2	4,3
Oct	4,3	2,2	9,7	1,3	4,5	15,7	18,0	14,0	40,1	19,0	12,2	2,5
Nov	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,9	17,6	13,2	41,4	20,8	11,0	1,0
Dic	4,2	1,8	9,2	0,4	4,5	17,2	18,2	13,3	43,0	23,7	10,2	1,7
2006 Ene	4,1	3,1	8,8	0,1	3,9	15,4	18,1	13,1	44,4	24,8	9,1	1,2
Feb	3,4	2,7	9,9	1,3	2,6	16,6	17,7	11,9	46,9	25,9	8,1	-0,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

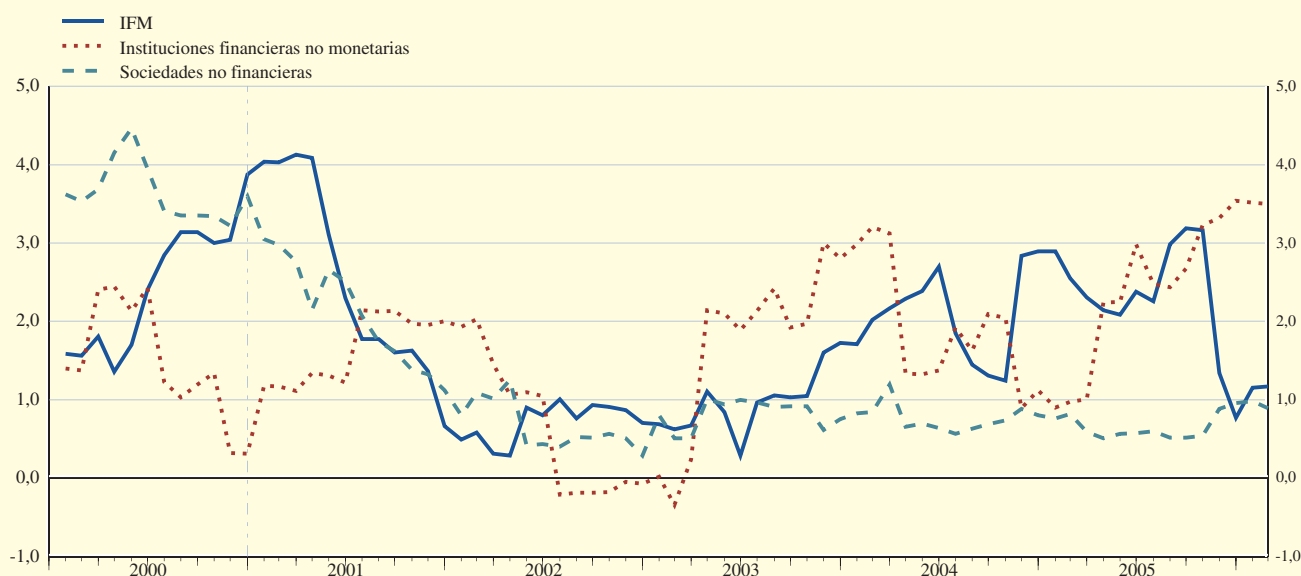
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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
2004 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	101,9	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	102,6	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	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	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	1,1	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	4.827,7	103,3	1,2	764,1	3,2	483,7	2,7	3.579,9	0,5
Oct	4.659,9	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.427,1	0,5
Nov	4.882,5	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,8	0,9
Dic	5.056,8	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,6	1,0
2006 Ene	5.289,7	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.869,1	1,0
Feb	5.429,8	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,5	3.929,2	0,9

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

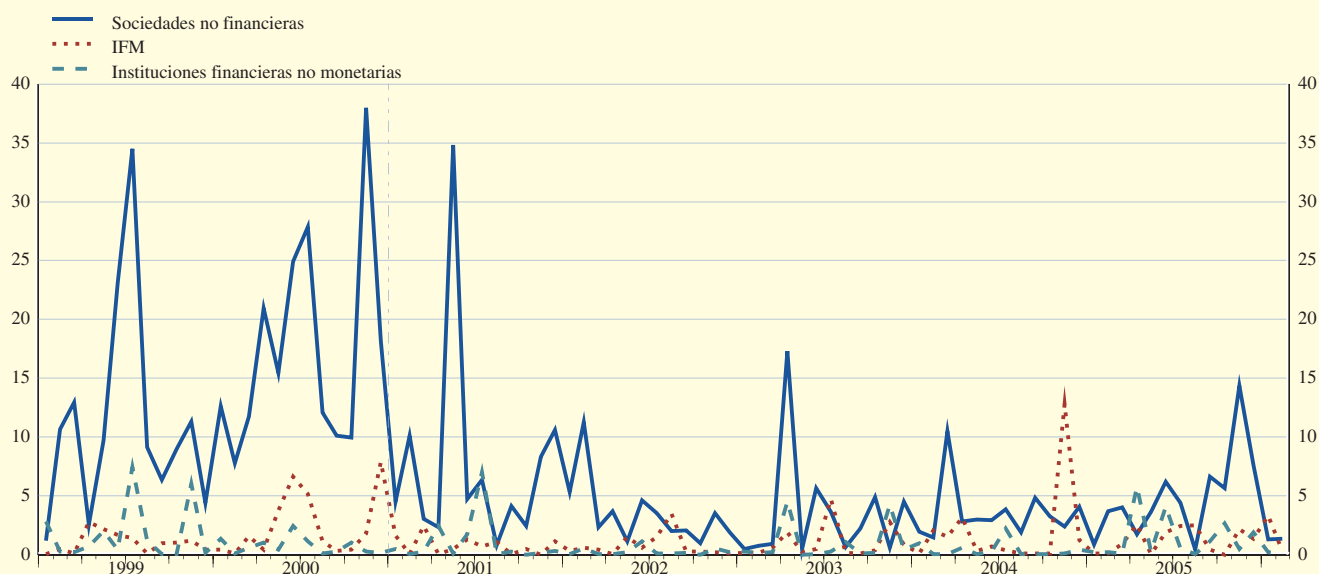
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras 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
2004 Feb	3,5	0,9	2,5	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,7	0,7
Mar	12,0	1,1	10,9	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
Abr	6,5	1,3	5,2	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	1,2	1,6
May	3,3	3,7	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	3,0	3,6	-0,6
Jun	3,9	2,2	1,7	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,4
Jul	6,4	3,8	2,6	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,9	3,8	0,1
Ago	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
Sep	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
Nov	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
Dic	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 Ene	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
Feb	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
Mar	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
Abr	10,0	2,3	7,7	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	1,7	2,3	-0,5
May	3,9	2,9	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	3,6	2,7	1,0
Jun	12,1	4,9	7,2	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	6,2	3,2	3,0
Jul	7,4	6,6	0,8	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,4	3,7	0,7
Ago	2,9	2,2	0,7	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,2	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,0	1,1	6,6	2,2	4,4
Oct	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
Dic	10,8	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 Ene	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,02	2,34	2,18	1,99	2,27	0,99	2,08	2,18	3,44	2,03
Dic	0,71	2,15	2,25	2,21	1,98	2,30	1,02	2,25	2,48	3,53	2,22
2006 Ene	0,73	2,21	2,47	2,56	1,99	2,32	1,04	2,27	2,40	3,48	2,25
Feb	0,74	2,24	2,52	2,36	1,99	2,34	1,07	2,31	2,67	3,37	2,26

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 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	7,84	3,31	3,69	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
Oct	9,65	6,82	6,36	7,99	7,74	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,88	4,50	4,28
Nov	9,70	6,74	6,33	7,84	7,61	3,38	3,69	3,97	3,96	3,85	4,00	4,29	4,33
Dic	9,67	6,75	6,36	7,42	7,45	3,49	3,84	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,37
2006 Ene	9,80	6,91	6,50	8,12	7,87	3,61	3,90	4,14	4,05	4,10	4,15	4,59	4,29
Feb	9,61	6,95	6,50	8,01	7,76	3,65	3,97	4,16	4,08	4,08	4,24	4,63	4,32

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 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	3,57	3,93
2006 Ene		5,23	4,07	4,59	4,08	3,18	3,71	3,95
Feb		5,29	4,12	4,69	4,17	3,24	4,34	3,99

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)

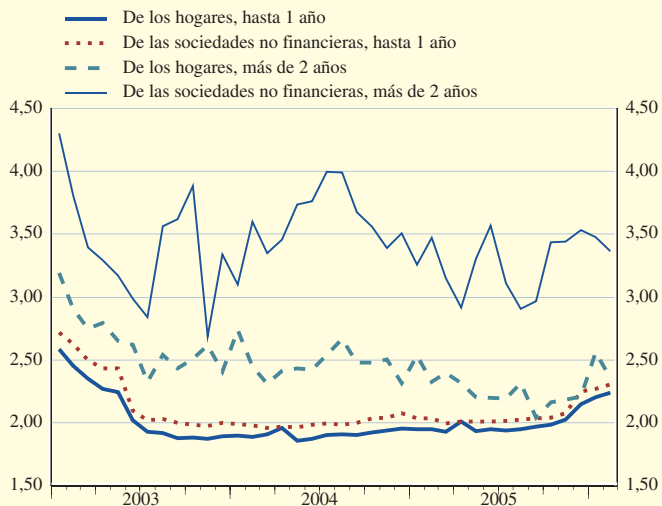
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2005 Mar	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	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	2,11	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	3,41	2,16
2006 Ene	0,73	2,05	3,10	1,99	2,32	1,04	2,32	3,48	2,21
Feb	0,74	2,09	3,19	1,99	2,34	1,07	2,38	3,36	2,27

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 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	7,93	6,78	5,67	4,35	3,84	4,24
2006 Ene	4,63	4,14	4,50	8,00	6,78	5,66	4,42	3,88	4,26
Feb	4,62	4,16	4,54	7,97	6,79	5,69	4,49	3,95	4,31

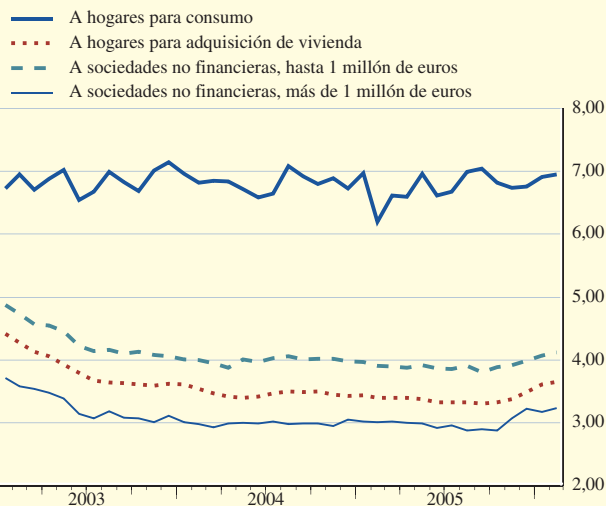
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

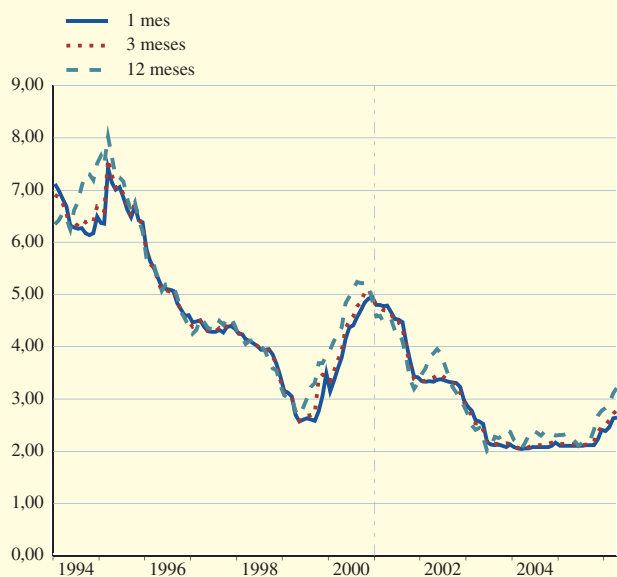
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					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
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
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
2005 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
Mar	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10
Abr	2,63	2,65	2,79	2,95	3,22	5,07	0,11

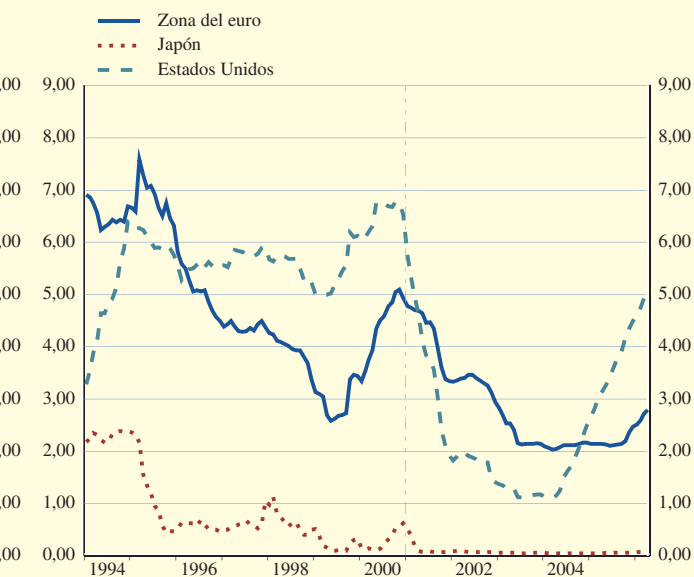
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

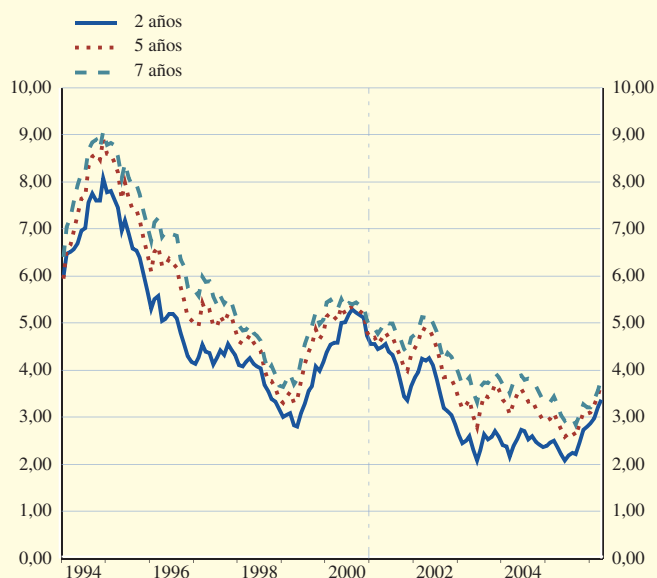
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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
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
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2005 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
Mar	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70
Abr	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91

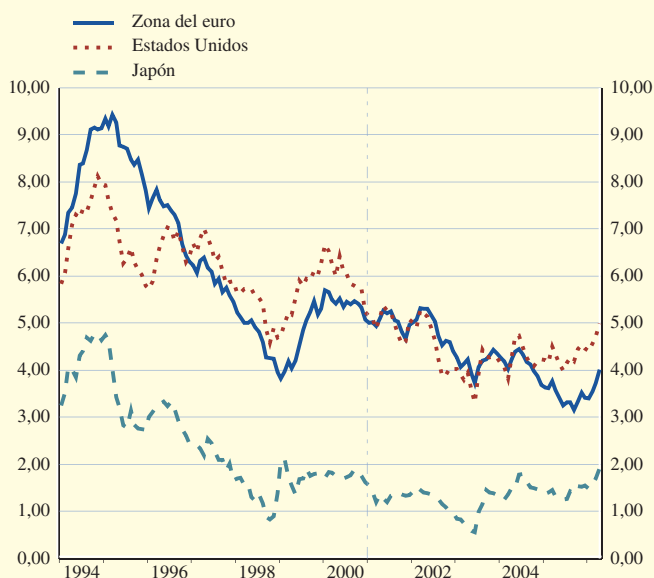
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

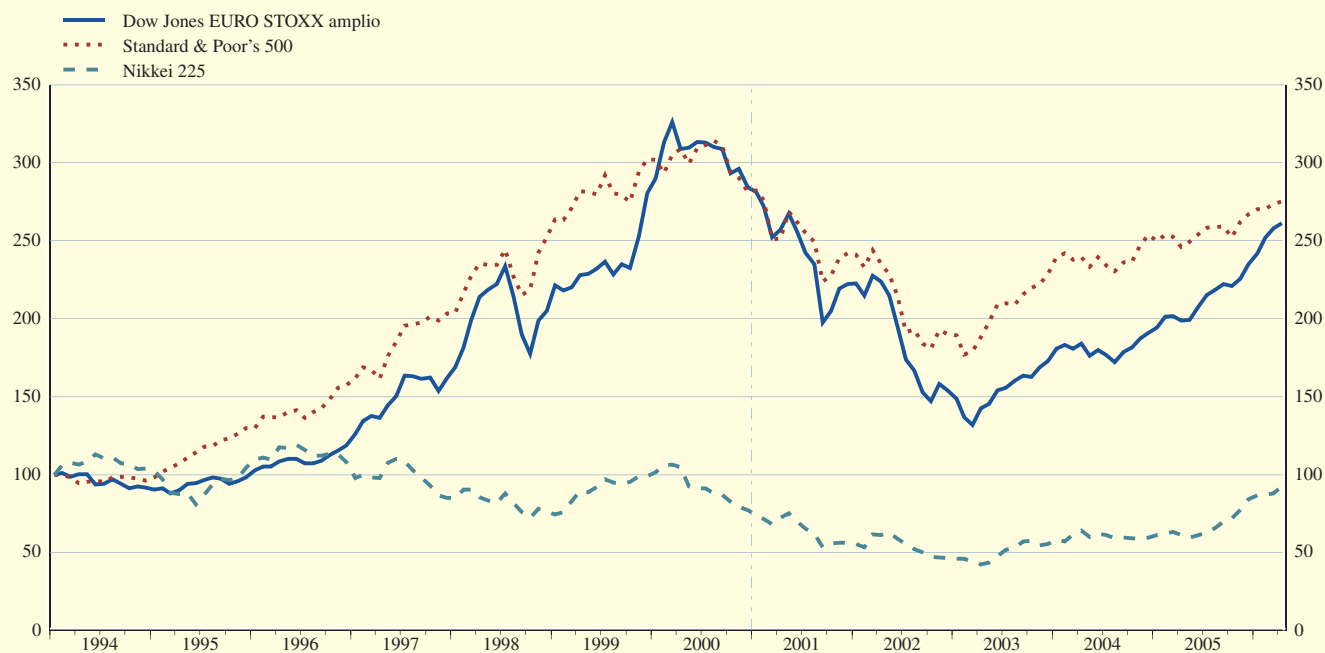
4.8 Índices bursátiles

(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
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
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
2005 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
Mar	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2
Abr	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0

C27 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	-	-	-	-	-	-
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	0,3	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
2006 I	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,6	0,1	1,3	0,4
2005 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	0,3	0,1	0,1	0,0	2,4	0,1
Feb	100,9	2,3	1,3	2,6	2,0	0,2	0,1	0,3	0,0	0,4	0,2
Mar	101,5	2,2	1,4	2,4	1,9	0,1	0,4	-0,5	0,1	0,5	0,1
Abr ²⁾	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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
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
2006 I	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2005 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	1,9	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,9	2,2	2,4
Feb	1,8	1,9	1,7	3,0	0,3	12,5	2,6	2,1	2,6	-3,4	2,3	2,2
Mar	1,6	2,3	0,6	2,7	0,5	10,5	2,6	2,1	2,3	-3,5	2,1	2,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2006.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total		Total excluida energía													
% 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	6,9	-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	6,8	-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	7,1	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	3,1	7,5	28,5	9,4	44,6
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	3,0	7,8 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	3,0	-	33,5	11,6	50,9
IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	2,9	7,2 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6
2006 I	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,9	-	-	35,7	21,2	52,3
2005 Nov	111,8	4,2	2,7	1,5	1,8	1,0	1,4	1,2	1,5	14,7	-	-	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	113,4	5,3	3,3	1,6	2,0	1,0	1,5	1,4	1,5	19,8	-	-	43,4	23,1	52,5
Feb	113,9	5,4	3,3	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	19,6	-	-	38,0	23,1	51,8
Mar	114,4	5,1	2,9	1,8	2,5	1,0	1,5	1,4	1,5	17,4	-	-	26,8	17,7	52,6
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,3	23,2	57,6

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,2	4,5	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,8	3,0	2,8	3,8	3,0	3,9	2,9	2,4
2004	113,6	2,5	2,3	3,0	2,8	3,2	2,2	2,1
2005	116,5	2,6	2,3	2,9	2,6	2,5	2,6	2,1
2004 IV	114,7	2,4	1,9	4,0	2,8	2,9	2,0	2,0
2005 I	115,4	3,2	2,7	4,0	3,2	3,2	3,2	2,2
II	116,2	2,5	2,2	2,7	2,6	2,3	2,4	2,1
III	116,8	2,3	2,2	2,4	2,3	2,0	2,2	2,1
IV	117,5	2,4	2,1	2,5	2,2	2,6	2,5	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 (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2001	102,3	2,3	2,8	1,5	2,0	1,6	4,1	2,6
2002	104,7	2,3	0,9	1,2	3,2	1,7	3,0	2,9
2003	106,5	1,7	1,2	1,1	1,2	1,8	1,6	2,7
2004	107,5	1,0	-7,5	-1,2	2,1	0,7	2,2	2,4
2004 III	107,4	0,4	-8,9	-2,5	3,5	1,2	2,3	1,2
IV	108,1	1,3	-5,2	0,0	3,3	0,4	2,3	2,4
2005 I	108,7	1,5	2,8	-0,1	4,3	0,9	1,8	2,1
II	108,9	1,5	6,4	0,4	3,5	1,2	2,5	1,7
III	108,8	1,3	3,8	0,5	1,8	0,5	2,4	2,0
Remuneración por asalariado								
2002	105,4	2,5	2,6	2,7	3,2	2,3	1,9	2,9
2003	107,7	2,1	-0,6	2,6	2,4	1,8	1,6	2,5
2004	109,9	2,0	0,4	3,0	3,1	1,6	1,1	2,2
2005	112,0	2,0	.	.	.	.	.	.
2004 IV	110,5	1,9	2,6	2,5	3,0	1,9	1,1	1,8
2005 I	111,3	1,8	3,0	1,6	2,6	2,3	1,7	1,8
II	111,9	1,9	3,1	1,7	3,3	2,5	2,3	1,2
III	112,2	2,1	1,6	2,1	3,0	2,5	2,3	1,8
IV	112,8	2,1	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo ²⁾								
2001	100,5	0,5	-1,0	1,1	1,3	1,0	-1,3	0,5
2002	100,7	0,2	1,6	1,4	0,1	0,6	-1,1	0,0
2003	101,2	0,4	-1,7	1,5	1,2	0,0	0,0	-0,2
2004	102,2	1,1	8,5	4,3	1,0	0,9	-1,0	-0,2
2004 III	102,3	1,1	10,1	5,0	-0,6	0,5	-0,9	-0,3
IV	102,2	0,6	8,2	2,5	-0,3	1,5	-1,1	-0,6
2005 I	102,4	0,3	0,2	1,7	-1,7	1,4	-0,1	-0,3
II	102,7	0,4	-3,1	1,2	-0,1	1,3	-0,2	-0,5
III	103,1	0,8	-2,1	1,6	1,2	2,0	-0,1	-0,2

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	105,0	2,6	2,0	1,9	2,9	1,4	-0,3	-2,1
2003	107,1	2,0	1,9	2,0	2,2	1,1	-1,2	-1,8
2004	109,2	1,9	2,0	2,0	2,4	2,4	1,3	1,5
2005	111,0	1,7	2,2	1,9	2,1	2,1	2,5	3,7
2004 IV	109,9	1,8	2,2	2,0	2,7	2,9	2,5	3,9
2005 I	110,3	1,8	2,1	1,9	2,0	2,6	2,9	3,7
II	110,7	1,6	1,9	1,7	1,4	2,0	2,2	3,2
III	111,1	1,6	2,2	1,9	2,0	1,8	2,2	3,9
IV	112,0	1,9	2,4	2,1	2,9	2,1	2,7	4,1

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>									
2002	7.251,1	7.062,3	4.144,9	1.465,5	1.466,4	-14,6	188,8	2.625,3	2.436,4
2003	7.449,5	7.288,8	4.270,2	1.523,1	1.494,3	1,3	160,7	2.624,5	2.463,8
2004	7.726,9	7.568,1	4.414,7	1.576,9	1.558,8	17,7	158,8	2.815,9	2.657,1
2005	7.973,8	7.860,9	4.560,2	1.632,0	1.631,4	37,3	112,9	3.004,0	2.891,1
2004 IV	1.952,1	1.920,1	1.119,1	398,1	395,8	7,1	32,0	721,8	689,8
2005 I	1.966,3	1.930,5	1.124,4	400,2	398,7	7,1	35,9	722,9	687,0
II	1.981,2	1.950,2	1.133,2	405,1	405,6	6,3	31,0	738,6	707,6
III	2.001,6	1.977,7	1.147,6	409,2	411,8	9,0	23,9	764,9	741,0
IV	2.024,7	2.002,5	1.155,1	417,4	415,2	14,8	22,2	777,6	755,4
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,6	57,2	20,5	20,5	0,5	1,4	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 IV	0,2	0,4	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,8	1,5
2005 I	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-	-0,2	-1,2
II	0,4	0,6	0,3	0,7	1,2	-	-	1,6	2,1
III	0,7	0,7	0,5	0,9	1,0	-	-	2,7	2,9
IV	0,3	0,5	0,1	0,0	0,3	-	-	0,7	1,3
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,7	1,3	1,0	1,7	0,8	-	-	1,1	3,0
2004	2,0	2,0	1,5	1,1	2,3	-	-	6,5	6,7
2005	1,3	1,6	1,3	1,4	2,3	-	-	3,8	4,6
2004 IV	1,6	1,9	1,8	0,6	1,8	-	-	5,7	7,0
2005 I	1,2	1,5	1,2	0,8	1,7	-	-	3,5	4,5
II	1,2	1,7	1,4	1,1	2,4	-	-	2,8	4,4
III	1,6	1,7	1,8	1,7	3,1	-	-	5,0	5,4
IV	1,8	1,8	1,1	1,9	2,7	-	-	4,9	5,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004 IV	0,2	0,4	0,5	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-	-
2005 I	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,3	-	-
II	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	-	-
III	0,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-	-
IV	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,0	2,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2005	1,3	1,5	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2004 IV	1,6	1,9	1,0	0,1	0,4	0,4	-0,3	-	-
2005 I	1,2	1,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,2	-	-
II	1,2	1,6	0,8	0,2	0,5	0,1	-0,5	-	-
III	1,6	1,6	1,0	0,4	0,6	-0,3	0,0	-	-
IV	1,8	1,8	0,6	0,4	0,6	0,2	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	Intern. 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>								
2002	6.517,6	152,2	1.377,2	372,9	1.392,5	1.749,7	1.473,2	733,5
2003	6.693,2	152,1	1.379,8	392,7	1.417,7	1.822,2	1.528,8	756,3
2004	6.934,0	152,2	1.434,9	418,4	1.467,1	1.883,5	1.577,9	792,9
2005	7.145,2	140,9	1.471,3	438,6	1.514,1	1.953,5	1.626,7	828,6
2004 IV	1.749,8	37,9	360,4	106,4	371,0	476,3	397,9	202,2
2005 I	1.764,3	35,7	363,9	106,5	373,9	482,7	401,6	202,1
II	1.777,5	35,1	367,0	108,5	377,1	485,8	403,9	203,7
III	1.791,8	34,9	368,2	110,8	381,2	490,3	406,5	209,7
IV	1.811,6	35,2	372,2	112,8	382,0	494,7	414,8	213,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2005	100,0	2,0	20,6	6,1	21,2	27,3	22,8	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2004 IV	0,2	1,0	-0,5	0,6	0,7	0,0	0,2	0,2
2005 I	0,4	-3,9	0,2	-0,6	0,5	0,9	0,7	-0,4
II	0,4	-1,7	0,5	1,5	0,7	0,4	0,0	0,5
III	0,6	0,5	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	1,5
IV	0,3	-0,1	0,3	1,0	0,5	0,2	0,3	0,1
<i>tasas de variación interanual</i>								
2002	1,0	-0,3	-0,2	0,0	1,1	1,5	2,0	0,1
2003	0,6	-3,9	0,0	1,1	0,3	1,3	1,1	1,3
2004	2,1	7,9	2,5	2,1	2,1	1,9	1,6	1,2
2005	1,4	-3,5	0,9	1,1	2,3	1,9	1,0	1,0
2004 IV	1,7	7,4	1,5	1,2	2,6	1,4	0,8	0,6
2005 I	1,4	-1,2	0,7	-0,5	2,4	2,1	1,2	-0,9
II	1,2	-4,2	0,1	1,0	2,2	1,9	1,0	1,1
III	1,6	-4,1	0,9	1,8	2,6	1,9	1,4	1,8
IV	1,8	-5,1	1,7	2,2	2,4	2,1	1,4	1,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004 IV	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-
2005 I	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
IV	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2	-
2004 IV	1,7	0,2	0,3	0,1	0,5	0,4	0,2	-
2005 I	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,3	-
II	1,2	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,2	-
III	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,5	0,3	-
IV	1,8	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,6	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% 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	2,0	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,0	103,5	1,2	1,2	1,1	0,8	2,6	0,6	-0,9	0,8	1,3	-0,6
2005 I	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,6	-4,5
II	1,0	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,4	2,2	0,7	-1,5	1,1	1,1	-0,7
III	1,3	104,1	1,5	1,5	1,5	0,9	2,9	1,7	-0,1	1,9	0,4	1,0
IV	2,0	104,6	2,1	2,2	2,2	2,4	3,1	1,0	1,8	0,8	1,8	1,6
2005 Sep	1,3	104,2	1,3	1,6	1,6	0,8	2,9	1,8	0,1	2,1	-0,5	0,6
Oct	0,5	103,6	0,3	0,7	0,7	0,9	0,4	0,5	-0,8	0,8	-1,0	0,5
Nov	2,8	105,0	3,1	3,5	3,4	3,7	4,8	0,9	3,2	0,5	2,1	0,2
Dic	2,8	105,2	2,9	2,5	2,7	2,6	4,1	1,5	3,3	1,2	3,8	4,4
2006 Ene	.	105,4	2,9	2,4	2,3	2,2	4,3	0,6	3,1	0,2	5,9	.
Feb	.	105,5	3,2	3,2	3,0	2,2	5,7	2,3	2,6	2,2	3,2	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Sep	-0,1	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,5	-1,3	-0,4	0,7	-0,7
Oct	-0,5	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-0,2
Nov	1,1	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,6	0,2	1,8	-0,1	2,9	0,5
Dic	0,6	-	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	0,7	-0,1	0,9	3,1	2,8
2006 Ene	.	-	0,2	0,3	0,2	0,3	1,0	-0,5	0,5	-0,7	-0,8	.
Feb	.	-	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,5	0,6	-0,4	0,7	0,4	.

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	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,9	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,5	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,5	3,7	2,3	106,7	1,3	0,7	1,8	2,0	1,4	934	1,3
2005 II	108,8	3,3	110,8	4,2	1,7	106,2	0,8	0,3	1,1	1,5	0,5	937	1,0
III	110,7	4,9	111,7	4,0	2,6	106,9	1,6	0,5	2,3	2,3	2,1	942	4,6
IV	117,3	7,2	112,5	4,1	2,4	107,2	1,3	0,7	1,8	2,6	1,8	932	-1,2
2006 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	944	2,0
2005 Oct	111,4	4,5	107,4	1,6	2,5	107,2	1,4	1,2	1,4	2,0	1,8	942	0,1
Nov	117,0	9,7	115,2	5,7	2,6	107,3	1,6	0,7	2,1	3,2	1,7	932	-2,0
Dic	123,4	7,3	114,9	5,1	2,1	107,2	1,0	0,2	1,9	2,7	1,8	923	-1,8
2006 Ene	116,4	10,2	114,5	7,8	2,9	107,7	1,3	0,6	1,8	3,9	2,0	944	2,1
Feb	119,6	13,5	114,3	6,6	2,8	107,6	1,4	0,9	1,8	3,0	2,3	940	2,6
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	950	1,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Oct	-	-0,4	-	-5,9	0,4	-	0,4	0,5	0,2	1,3	0,1	-	-1,2
Nov	-	5,0	-	7,3	0,1	-	0,1	-0,3	0,4	1,2	-0,1	-	-1,1
Dic	-	5,5	-	-0,2	0,0	-	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,7	-	-1,0
2006 Ene	-	-5,7	-	-0,3	0,6	-	0,5	0,8	0,2	0,6	0,1	-	2,3
Feb	-	2,7	-	-0,3	0,1	-	-0,1	-0,1	-0,1	-1,0	-0,1	-	-0,5
Mar	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	1,1

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	81,3	-14	-4	-15	28	-8
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	81,5	-12	-4	-15	22	-9
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-8
2005 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	82,0	-11	-3	-11	19	-9
Feb	102,7	-2	-10	8	11	-	-10	-3	-11	19	-8
Mar	103,6	-1	-6	8	12	-	-11	-3	-12	21	-7
Abr	105,3	1	-2	7	12	82,4	-10	-3	-8	22	-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
2005 I	-11	-15	-6	-10	-15	12	-2	11	8	7	17
II	-11	-18	-5	-10	-16	13	-1	9	0	9	17
III	-9	-16	-2	-9	-15	15	1	11	6	10	17
IV	-5	-11	0	-6	-11	16	9	14	10	13	18
2006 I	-4	-10	2	-4	-5	16	8	15	11	14	19
2005 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	-12	2	-5	-5	16	7	14	8	13	21
Mar	-3	-10	4	-1	-1	14	11	15	11	13	21
Abr	-3	-10	3	-1	-1	16	14	18	14	17	23

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (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	134,492	1,5	1,7	0,2	-0,7	0,1	0,7	1,8	4,2	1,3
2002	135,462	0,7	0,8	0,1	-1,6	0,1	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,836	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,833	0,7	0,6	1,3	-0,8	-1,6	1,1	0,9	2,5	1,3
2004 III	136,898	0,8	0,6	1,6	-0,4	-1,8	2,1	0,9	2,4	1,3
IV	137,239	1,0	0,9	1,6	-0,6	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 I	137,365	0,9	0,8	1,2	-1,3	-1,1	1,4	1,1	2,1	1,4
II	137,575	0,8	0,8	1,0	-1,0	-1,3	1,2	0,9	2,2	1,5
III	137,934	0,8	0,9	0,4	-1,6	-0,9	0,8	0,6	2,2	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 III	0,406	0,3	0,1	1,4	0,3	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,3
IV	0,341	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,3	0,2	0,5	0,4
2005 I	0,126	0,1	0,3	-1,0	-1,0	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,5
II	0,210	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2
III	0,359	0,3	0,2	0,6	-0,7	-0,1	0,6	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		75,6		24,4		48,5		51,5	
	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	12,542	8,6	9,483	7,3	3,059	17,7	6,083	7,4	6,459	10,0
2005 I	12,847	8,8	9,626	7,5	3,220	18,4	6,216	7,6	6,630	10,3
II	12,679	8,7	9,604	7,4	3,075	17,7	6,160	7,5	6,519	10,1
III	12,378	8,5	9,402	7,3	2,976	17,3	6,039	7,4	6,339	9,8
IV	12,214	8,3	9,210	7,1	3,004	17,5	5,882	7,2	6,332	9,8
2006 I	11,952	8,2	8,945	6,9	3,007	17,5	5,746	7,0	6,206	9,6
2005 Oct	12,213	8,3	9,216	7,1	2,998	17,5	5,927	7,2	6,287	9,8
Nov	12,236	8,4	9,231	7,1	3,005	17,5	5,884	7,2	6,352	9,8
Dic	12,194	8,3	9,184	7,1	3,009	17,7	5,835	7,1	6,359	9,9
2006 Ene	12,070	8,2	9,061	7,0	3,009	17,5	5,783	7,1	6,287	9,8
Feb	11,944	8,2	8,933	6,9	3,011	17,5	5,745	7,0	6,199	9,6
Mar	11,843	8,1	8,842	6,9	3,001	17,5	5,710	7,0	6,134	9,5

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⁾	
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital		
1997	47,1	46,6	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,2	8,6	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7
1998	46,6	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,2	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,6
1999	47,1	46,8	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,2	0,3	0,3	43,1
2000	46,7	46,4	12,7	9,8	2,7	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,2	44,9	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,8	2,3	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9
2005	45,2	44,7	11,6	8,9	2,4	13,7	0,3	15,6	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,3

2. Zona del euro - empleos

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

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
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,9	1,9	2,3	8,2	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,6	4,8	1,9	2,3	8,0	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,9	2,2	8,1	11,8
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,0	11,8
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,1	0,4	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	7,9	11,9
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,0	12,2
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,3	0,1	0,3	20,3	10,4	5,0	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,4	10,4	5,0	5,2	1,8	2,2	8,0	12,4

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
2002	0,0	-3,7	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,0	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,1	-4,0	-5,8	0,0	-4,2	0,2	-3,4	0,2	-3,1	-1,5	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,9	-0,1	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,9	-1,1	-3,2	2,3
2005	0,1	-3,3	-4,5	1,1	-2,9	1,0	-4,1	-1,9	-0,3	-1,5	-6,0	2,6

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

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

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,4	58,7	32,5	10,0	16,1	16,4
1997	74,2	2,8	16,0	6,5	48,9	56,2	31,1	11,8	13,3	18,0
1998	72,8	2,7	15,0	5,6	49,4	53,0	29,3	12,8	10,9	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	4,3	50,7	48,4	27,4	9,8	11,3	23,7
2000	69,6	2,7	13,1	3,7	50,1	43,9	24,0	8,9	11,0	25,6
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,0	22,9	8,0	11,1	26,3
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,0	21,6	7,6	10,8	28,2
2003	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9	39,1	21,6	8,3	9,2	30,3
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,6	37,9	20,7	8,3	8,9	31,9
2005	70,8	2,4	11,7	4,9	51,7	37,0	20,3	7,8	8,8	33,8

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
1996	75,1	63,0	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	7,1	19,1	26,3	29,8	72,5	2,6
1997	74,2	62,2	6,1	5,4	0,6	9,9	64,3	6,8	18,1	26,0	30,1	71,4	2,8
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,9	64,0	6,3	15,6	27,0	30,3	70,1	2,7
1999	72,1	60,6	6,0	5,1	0,4	7,7	64,4	5,6	13,4	28,3	30,5	70,1	2,0
2000	69,6	58,3	5,9	4,9	0,4	6,8	62,8	4,9	13,2	28,9	27,4	67,8	1,8
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	3,7	13,6	27,5	27,2	66,8	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	59,9	3,9	15,2	25,8	27,2	66,8	1,3
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,6	60,7	4,0	14,4	26,6	28,3	68,3	1,0
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,3	3,9	14,4	27,4	28,0	68,8	1,0
2005	70,8	58,1	6,8	5,3	0,5	8,7	62,1	3,8	14,1	26,7	30,0	69,7	1,1

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,2	60,3	110,7	52,5	58,2	32,1	105,5	6,5	50,5	66,0	55,5	41,3
2003	98,5	63,8	107,8	48,9	62,4	31,1	104,2	6,3	51,9	64,4	57,0	44,3
2004	94,7	65,5	108,5	46,4	64,4	29,4	103,8	6,6	52,6	63,6	58,7	44,3
2005	93,3	67,7	107,5	43,2	66,8	27,6	106,4	6,2	52,9	62,9	63,9	41,1

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.

6.3 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⁾
1997	1,9	2,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,3	-0,2	2,1	2,2
1998	1,8	2,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,8	-0,4	1,5	2,5
1999	2,0	1,6	0,3	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-2,6	-0,9	-2,5	4,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	0,0	-0,1	-0,5	1,8
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,6	-0,5	-0,2	2,7
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,2	0,6	0,9	2,9
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	0,3	0,0	0,3	2,8
2005	3,1	3,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	0,2	0,2	-0,2	2,8

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	
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1
1999	2,0	-1,3	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,5	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,4	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 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 IV	50,7	50,1	14,2	14,5	16,7	2,9	0,9	0,7	0,3	45,6
2000 I	43,5	43,0	11,0	13,1	15,5	1,9	0,7	0,5	0,3	39,8
II	47,6	47,1	13,8	13,4	15,7	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
III	44,1	43,7	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,4	0,2	40,4
IV	49,7	49,1	13,9	14,0	16,5	2,8	1,0	0,5	0,3	44,7
2001 I	42,4	42,0	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,8
II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
IV	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	42,1	41,7	10,2	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
II	45,6	45,1	12,5	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
III	43,6	43,1	11,2	12,7	15,4	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 I	42,1	41,6	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,4	0,2	38,5
II	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,8
III	43,0	42,5	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
IV	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,7	41,2	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,2
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
III	42,8	42,3	10,7	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,4	48,3	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 I	42,5	41,9	10,0	13,1	15,4	1,7	0,6	0,6	0,3	38,8
II	44,8	44,2	11,9	13,1	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,7
III	43,6	43,0	11,1	12,9	15,4	1,9	0,8	0,6	0,3	39,8
IV	49,3	48,5	13,4	14,4	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,2

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 IV	50,5	45,7	11,0	5,3	3,6	25,7	22,1	1,6	4,8	3,1	1,7	0,2	3,9
2000 I	46,3	43,0	10,2	4,6	4,1	24,1	20,9	1,3	3,3	2,0	1,3	-2,7	1,3
II	46,3	42,9	10,3	4,6	3,9	24,2	20,9	1,4	3,4	2,3	1,1	1,3	5,2
III	42,9	42,6	10,1	4,5	4,0	24,0	20,8	1,5	0,3	2,5	1,0	1,2	5,2
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	45,8	42,4	10,1	4,2	4,0	24,2	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
II	46,3	42,8	10,3	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,3	1,1	0,6	4,5
III	46,2	42,5	10,0	4,6	3,8	24,1	20,9	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
IV	51,0	46,1	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-1,9	1,6
2002 I	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,3	3,4	1,9	1,5	-4,2	-0,5
II	46,7	43,3	10,4	4,9	3,6	24,5	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,4
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,7	46,3	11,0	5,6	3,3	26,3	22,6	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,4
II	47,5	43,9	10,5	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,5	1,9
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,6	2,5	1,1	-4,1	-0,8
IV	51,1	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,8	1,5	4,8	3,2	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,6	43,2	10,3	4,6	3,2	25,0	21,5	1,2	3,4	2,0	1,4	-4,9	-1,7
II	46,8	43,4	10,5	4,9	3,1	24,9	21,6	1,2	3,4	2,3	1,0	-1,7	1,4
III	46,1	42,8	10,0	4,7	3,2	25,0	21,5	1,3	3,4	2,4	0,9	-3,3	-0,2
IV	50,7	45,8	10,9	5,7	3,0	26,1	22,5	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,3	1,7
2005 I	46,8	43,5	10,4	4,7	3,1	25,3	21,6	1,2	3,3	1,9	1,4	-4,3	-1,2
II	46,4	43,1	10,3	5,0	3,1	24,7	21,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-1,6	1,4
III	45,9	42,6	10,0	4,8	3,0	24,8	21,5	1,2	3,3	2,4	0,9	-2,2	0,8
IV	50,8	45,9	11,1	5,7	2,9	26,2	22,6	1,4	4,9	3,1	1,7	-1,5	1,4

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⁾

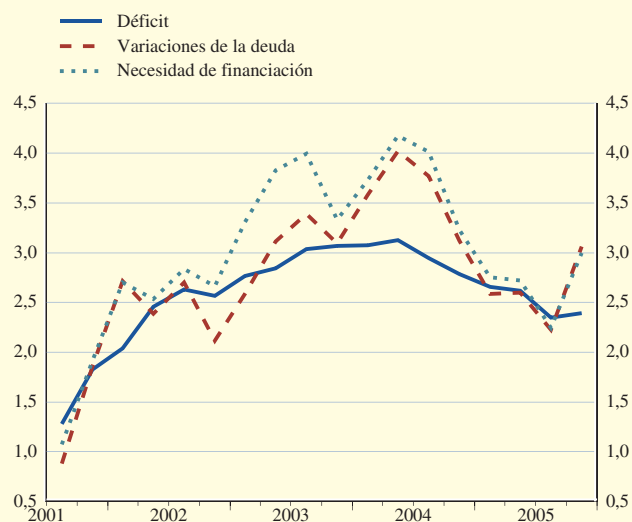
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2003 I	69,5	2,6	11,7	5,2	50,0
II	70,2	2,7	11,6	5,5	50,4
III	70,5	2,7	11,6	5,6	50,6
IV	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9
2004 I	71,1	2,1	12,4	5,5	51,0
II	71,8	2,2	12,4	5,5	51,6
III	71,7	2,2	12,3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

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
2003 I	7,7	-5,0	2,7	2,9	2,0	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,0	7,8
II	4,2	-1,5	2,7	3,1	2,2	-0,1	-0,2	1,2	-0,2	-0,2	4,4
III	3,2	-4,1	-0,9	-1,5	-1,5	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	3,0
IV	-2,2	-1,9	-4,1	-3,7	-2,2	0,0	-0,1	-1,3	-0,7	0,3	-1,5
2004 I	9,5	-4,9	4,6	1,8	1,3	0,1	-0,1	0,5	0,2	2,5	9,2
II	5,9	-1,7	4,1	3,8	3,3	0,1	0,1	0,3	-0,3	0,5	6,1
III	2,2	-3,3	-1,1	-0,8	-1,2	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	2,4
IV	-4,5	-1,3	-5,8	-3,2	-2,7	0,1	0,1	-0,7	-0,2	-2,4	-4,3
2005 I	7,2	-4,3	2,8	2,3	1,4	0,2	0,3	0,4	0,0	0,5	7,1
II	5,8	-1,6	4,2	3,5	2,7	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,8	5,9
III	0,7	-2,2	-1,5	-2,7	-2,5	0,2	-0,1	-0,3	0,2	1,0	0,5
IV	-1,1	-1,5	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	-2,5	-1,2

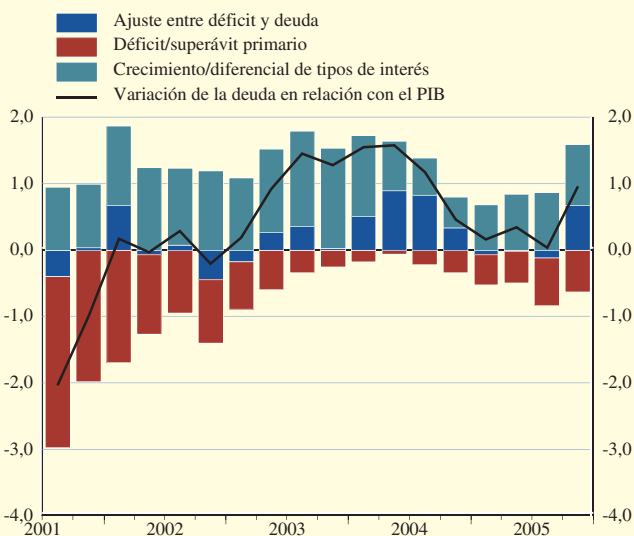
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

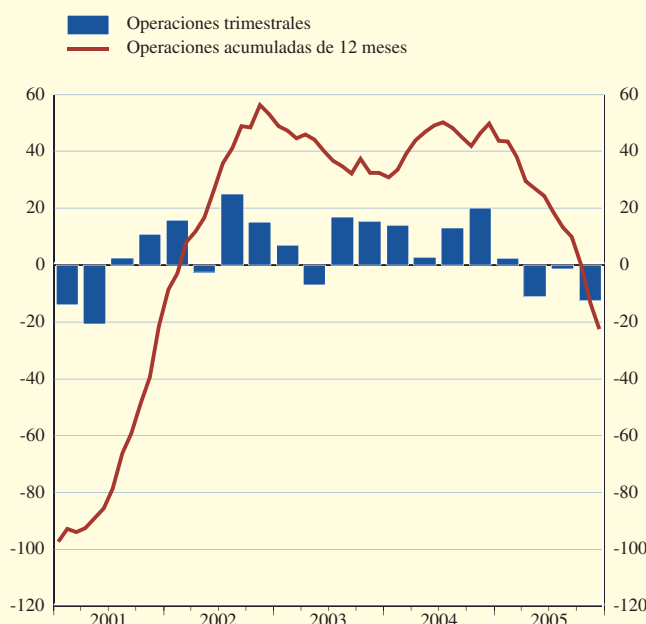
(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de 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	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-22,6	53,0	34,3	-41,5	-68,3	12,5	-10,1	90,0	-145,5	162,5	-13,6	67,8	18,7	-79,9
2004 IV	20,1	21,1	6,5	3,9	-11,3	6,0	26,1	-7,2	-22,3	25,3	-5,2	-7,4	2,4	-18,9
2005 I	2,2	15,1	4,0	-0,7	-16,2	1,0	3,2	18,8	-23,7	7,0	-7,3	38,1	4,8	-22,1
II	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
III	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
IV	-12,3	3,8	10,3	-10,1	-16,3	4,7	-7,6	-12,9	-9,4	-42,0	-7,2	36,9	8,8	20,5
2005 Feb	4,8	5,6	1,2	2,2	-4,2	1,1	5,9	24,2	-2,8	23,1	1,1	-1,9	4,9	-30,2
Mar	4,3	8,1	1,5	0,7	-6,0	0,7	5,0	-21,3	-8,8	-1,6	-5,1	-7,2	1,5	16,3
Abr	-10,5	3,5	2,3	-12,2	-4,1	0,3	-10,2	-5,5	-13,7	-7,9	-0,4	17,4	-0,8	15,7
May	-2,9	5,7	3,3	-6,3	-5,5	1,6	-1,3	41,5	6,7	19,0	0,8	12,5	2,6	-40,3
Jun	2,2	8,8	4,7	-5,0	-6,4	2,1	4,3	13,5	-7,7	96,7	1,0	-77,9	1,4	-17,7
Jul	3,0	9,5	4,5	-5,5	-5,5	0,8	3,8	1,0	-85,1	77,1	1,4	5,0	2,6	-4,8
Ago	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
Sep	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
Oct	-6,5	1,5	4,6	-7,2	-5,4	0,6	-5,9	-6,5	-8,0	2,4	-4,3	3,1	0,2	12,4
Nov	-5,6	1,0	2,7	-4,4	-5,0	0,9	-4,7	5,8	-2,0	-39,2	-0,4	46,2	1,2	-1,1
Dic	-0,2	1,3	3,0	1,4	-5,9	3,2	3,0	-12,2	0,6	-5,2	-2,5	-12,4	7,3	9,2
2006 Ene	-9,7	-6,4	0,1	-1,0	-2,3	1,0	-8,7	-11,0	4,9	-37,1	-2,3	25,8	-2,3	19,7
Feb	-1,8	-0,3	1,3	1,0	-3,7	1,0	-0,8	11,8	-25,9	19,8	-3,0	19,0	1,9	-11,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2006 Feb	-32,0	39,2	33,1	-40,1	-64,2	14,2	-17,8	50,6	-151,5	136,6	-16,8	67,3	15,0	-32,8

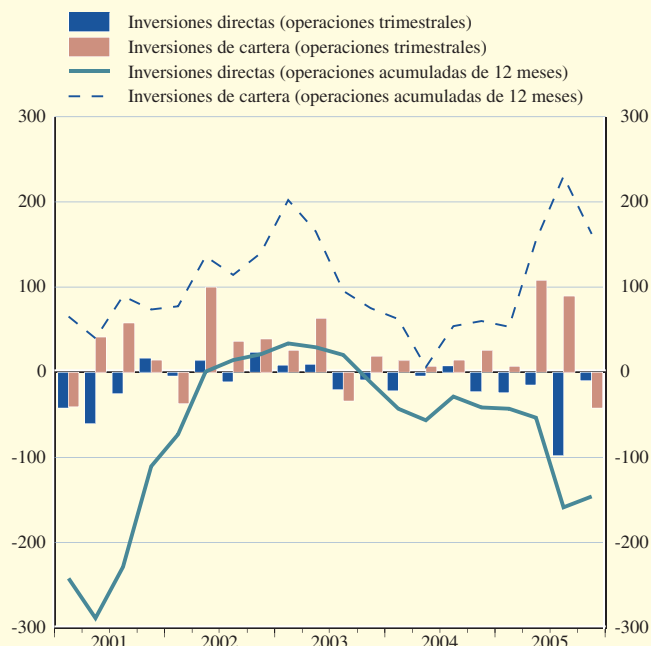
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

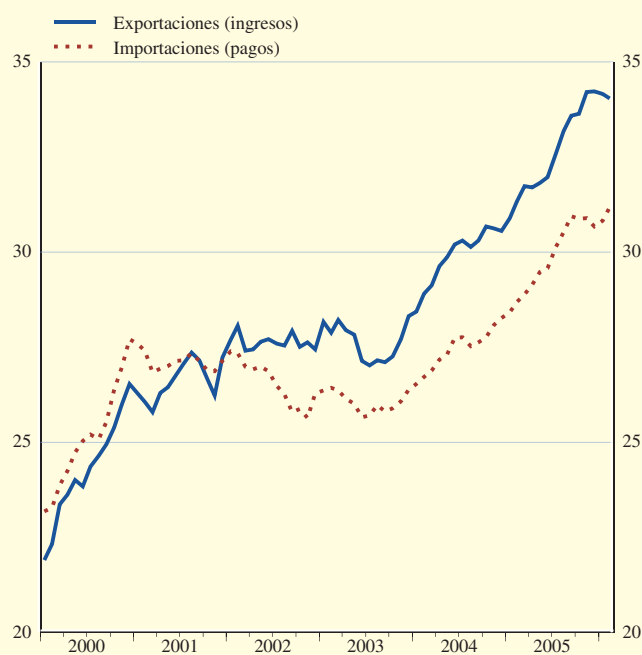
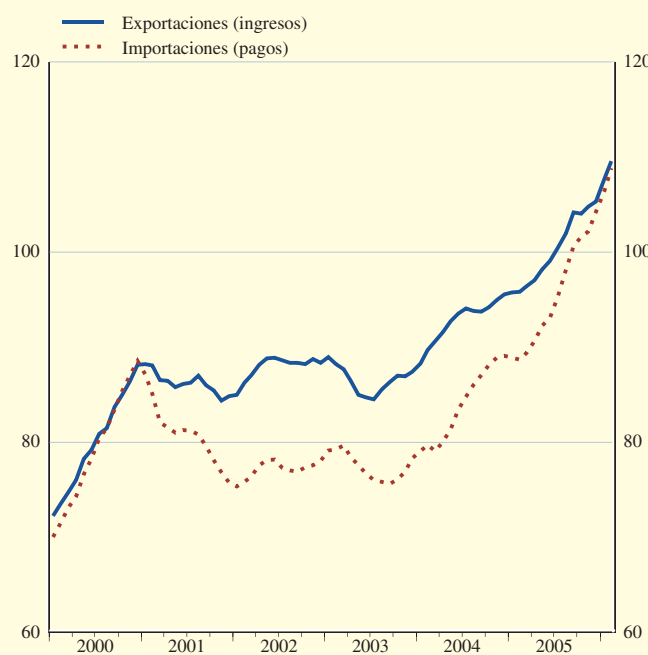
	Cuenta corriente										Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1.843,0	1.793,2	49,9	1.128,2	1.022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2.018,1	2.040,7	-22,6	1.218,6	1.165,6	395,5	361,1	320,7	362,2	83,4	151,7	23,4	10,9
2004 IV	489,7	469,5	20,1	298,2	277,1	93,4	86,9	76,7	72,8	21,4	32,7	7,7	1,7
2005 I	460,8	458,6	2,2	278,5	263,4	85,3	81,2	68,0	68,8	29,0	45,2	4,9	3,8
II	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
III	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
IV	544,2	556,5	-12,3	325,9	322,1	103,9	93,6	92,4	102,5	21,9	38,3	8,1	3,5
2005 Dic	190,3	190,5	-0,2	108,3	107,0	35,6	32,6	35,8	34,4	10,6	16,5	4,8	1,7
2006 Ene	164,3	174,0	-9,7	100,7	107,1	30,0	30,0	24,0	25,0	9,6	11,9	1,7	0,7
Feb	175,6	177,4	-1,8	105,0	105,3	30,1	28,9	24,4	23,4	16,0	19,7	1,4	0,4
	Datos desestacionalizados												
2004 IV	472,4	459,6	12,8	286,7	267,3	91,7	84,8	72,4	73,6	21,6	33,9	.	.
2005 I	478,7	472,6	6,1	289,3	268,3	95,2	86,7	74,2	79,1	20,0	38,6	.	.
II	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
III	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
IV	527,6	548,3	-20,6	316,0	312,7	102,7	92,0	87,3	104,5	21,7	39,0	.	.
2005 Jun	164,8	163,7	1,0	99,9	93,0	32,4	29,6	25,4	29,2	7,1	11,9	.	.
Jul	169,4	171,4	-2,0	102,1	98,8	33,7	30,9	26,6	30,3	7,0	11,4	.	.
Ago	171,2	176,5	-5,4	103,9	102,5	33,5	31,1	27,0	30,1	6,8	12,8	.	.
Sep	172,9	174,7	-1,8	106,5	100,5	33,6	30,9	26,7	30,6	6,1	12,8	.	.
Oct	170,5	176,5	-6,0	101,8	101,9	33,8	30,7	27,9	32,1	7,0	11,8	.	.
Nov	177,7	188,9	-11,2	106,1	104,0	35,2	31,1	29,4	40,8	7,0	13,0	.	.
Dic	179,4	182,9	-3,4	108,1	106,8	33,7	30,2	29,9	31,6	7,8	14,2	.	.
2006 Ene	174,3	175,0	-0,7	108,9	108,4	33,6	31,2	27,6	27,6	4,2	7,8	.	.
Feb	191,4	197,0	-5,6	111,8	111,3	34,8	32,2	27,6	30,3	17,2	23,2	.	.

C32 Bienes

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

C33 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,3	9,2	305,3	353,0	97,1	95,6	12,9	13,0	30,8	71,1	79,8	78,9	84,7	94,3
2004 IV	4,0	1,9	72,6	70,9	28,4	16,3	3,3	3,4	5,4	10,5	17,6	20,9	18,0	19,9
2005 I	3,7	1,6	64,3	67,1	18,7	14,8	2,9	2,8	6,1	11,3	17,5	17,3	19,1	20,9
II	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
III	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
IV	4,0	2,4	88,4	100,1	31,1	32,4	3,8	3,8	7,3	13,8	21,3	22,6	24,9	27,5

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	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-216,1	-155,5	-9,2	-146,3	-60,7	0,4	-61,1	70,7	43,6	-0,1	43,7	27,1	1,1	26,0
2004 IV	-70,2	-73,5	-8,6	-64,9	3,3	0,1	3,2	47,9	38,7	1,1	37,7	9,2	-0,1	9,3
2005 I	-41,2	-23,3	-2,3	-21,0	-17,9	0,1	-17,9	17,4	18,0	0,3	17,6	-0,5	0,3	-0,9
II	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
III	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
IV	-30,7	-16,5	-0,1	-16,5	-14,1	0,2	-14,3	21,3	15,9	-1,7	17,6	5,3	0,4	4,9
2005 Feb	-7,0	-3,3	-1,2	-2,1	-3,8	0,0	-3,8	4,2	4,3	0,3	4,0	-0,1	0,1	-0,2
Mar	-17,0	-10,3	-0,6	-9,7	-6,7	0,1	-6,8	8,2	7,4	-0,1	7,5	0,8	0,1	0,6
Abr	-16,4	1,1	-1,8	3,0	-17,5	0,0	-17,5	2,7	6,5	-0,2	6,7	-3,8	0,1	-3,9
May	6,8	-5,7	-0,5	-5,3	12,5	0,0	12,5	-0,1	-1,9	0,2	-2,1	1,9	0,0	1,8
Jun	-18,8	-19,0	0,4	-19,4	0,3	0,0	0,3	11,0	-0,4	0,4	-0,8	11,4	-0,3	11,8
Jul	-93,1	-85,9	-3,3	-82,6	-7,1	0,1	-7,2	8,0	10,4	0,2	10,1	-2,4	0,0	-2,4
Ago	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
Sep	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
Oct	-11,4	-0,8	0,3	-1,1	-10,6	0,1	-10,6	3,4	6,4	0,2	6,2	-3,0	0,2	-3,3
Nov	-6,2	-4,4	0,3	-4,7	-1,7	0,1	-1,8	4,2	4,6	-1,7	6,3	-0,4	0,2	-0,6
Dic	-13,1	-11,3	-0,6	-10,7	-1,8	0,0	-1,9	13,7	4,9	-0,2	5,2	8,8	0,0	8,7
2006 Ene	0,8	6,4	-0,6	7,0	-5,5	-0,2	-5,4	4,1	6,4	0,1	6,2	-2,3	-0,1	-2,2
Feb	-33,9	-29,2	-1,3	-27,9	-4,7	0,2	-4,9	8,0	5,0	0,3	4,7	3,0	0,1	2,9

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				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Pasivos
			AAPP	AAPP	AAPP			Otros sectores							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4
2005	-0,1	-15,6	-124,7	-3,9	280,2	-0,7	-121,0	-161,6	-0,5	260,3	0,1	-15,1	-4,2	0,1	65,2
2004 IV	0,0	-0,8	-24,5	-0,2	81,2	0,6	-21,2	-28,0	-0,5	37,3	-0,1	-12,1	5,7	4,3	-12,8
2005 I	0,0	-27,5	-21,2	-1,1	41,2	-0,1	-35,7	-41,0	-0,4	46,7	0,3	5,8	-6,0	-3,6	44,5
II	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9
III	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
IV	0,0	-4,8	-53,8	-0,9	63,2	0,6	-24,5	-36,6	-0,1	31,0	0,1	-4,9	5,4	5,9	-17,5
2005 Feb	0,0	-16,5	-3,8	-	9,9	-0,2	-4,1	-16,7	-	38,0	0,1	17,2	-2,0	-	1,2
Mar	0,0	-1,8	-9,8	-	18,0	0,2	-4,6	-21,3	-	2,9	0,0	-7,3	1,3	-	20,7
Abr	0,0	9,9	-5,4	-	-47,3	-0,9	-12,4	-11,4	-	58,0	-0,3	-10,5	1,2	-	11,0
May	0,0	6,7	-15,6	-	22,4	-0,1	-16,1	-5,8	-	28,7	0,0	-2,1	-6,1	-	7,0
Jun	0,0	5,1	-1,8	-	49,9	0,2	-11,0	-17,1	-	71,4	0,0	3,5	-0,3	-	-3,1
Jul	-0,1	-3,5	-14,8	-	111,4	0,2	-4,1	-14,5	-	-2,4	-0,6	0,0	-1,6	-	7,0
Ago	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2
Sep	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
Oct	0,0	4,6	-10,6	-	-3,9	0,6	-17,2	-14,8	-	26,9	0,1	7,1	3,7	-	5,9
Nov	0,0	-6,7	-21,5	-	11,5	0,1	-3,7	-15,7	-	7,4	0,0	-4,6	-0,3	-	-5,7
Dic	0,0	-2,7	-21,7	-	55,6	-0,1	-3,6	-6,1	-	-3,3	0,0	-7,3	1,9	-	-17,8
2006 Ene	0,0	-5,2	-23,7	-	20,4	0,2	-31,7	-2,4	-	-1,7	0,4	1,6	-6,1	-	11,0
Feb	0,0	-3,8	-17,5	-	31,8	-0,2	-7,6	-15,6	-	17,9	-0,1	1,2	-1,0	-	14,6

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	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-565,5	633,3	-1,7	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,7	477,0	-102,9	47,0	-282,9	430,0	-183,2	-23,4	152,6
2004 IV	-73,3	66,0	1,4	3,4	-0,1	3,6	-2,3	-73,8	58,7	0,9	-1,3	-74,7	60,0	-0,8	12,6	6,3
2005 I	-178,2	216,3	0,5	4,9	7,3	2,7	0,3	-126,7	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,5	-59,4	-29,4	15,3
II	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
III	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
IV	-122,3	159,2	-1,3	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-74,2	113,3	-40,9	-0,3	-33,2	113,6	-44,4	6,9	51,3
2005 Feb	-68,0	66,1	0,1	-3,5	-0,4	0,3	-4,2	-60,8	61,9	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-7,0	1,5	12,0
Mar	-58,4	51,1	-0,2	4,3	5,4	3,7	2,0	-32,1	41,6	-4,3	-4,2	-27,8	45,8	-31,4	-11,4	3,3
Abr	-119,0	136,4	0,1	-0,2	-5,4	-5,3	-2,1	-98,0	94,6	-9,0	0,1	-89,0	94,5	-15,7	13,4	44,1
May	-10,1	22,6	-0,8	-0,2	0,3	2,3	0,4	17,6	21,0	-3,4	11,0	21,0	10,0	-27,3	-1,4	1,4
Jun	-27,5	-50,5	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,7	-70,6	-6,1	11,4	-10,6	-82,1	-7,5	6,1	19,7
Jul	-43,6	48,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,6	0,9	-38,6	48,2	-6,3	5,5	-32,3	42,7	-4,5	-3,3	0,6
Ago	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
Sep	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
Oct	-53,8	57,0	-0,2	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-47,0	53,1	-5,1	2,1	-42,0	51,0	-7,4	4,1	3,0
Nov	-148,3	194,5	-1,1	1,7	-1,2	1,2	0,2	-112,2	172,7	-0,9	-2,3	-111,4	175,1	-33,7	-6,3	19,8
Dic	79,9	-92,3	-0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	85,1	-112,5	-35,0	-0,1	120,1	-112,4	-3,3	9,1	28,5
2006 Jan.	-103,9	129,7	-0,2	8,0	1,2	1,8	-2,4	-71,1	117,9	6,8	-1,8	-77,9	119,7	-33,7	-18,0	6,2
Feb	-25,0	44,1	-4,4	0,2	1,0	0,8	-1,0	-1,6	36,0	-6,5	10,2	4,9	25,8	-20,0	-7,5	8,9

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	-0,8	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	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,6	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2004 IV	1,7	-0,3	3,4	0,0	0,0	0,0	-3,6	3,6	-0,2	0,0	-2,2	-0,1
2005 I	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	7,8	5,0	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,3
II	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
III	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
IV	-1,3	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,6	-4,1	475,0	2,0	-6,8	-164,0	-140,6	-23,4	-12,4	8,6	140,2	3,9
2004 IV	-75,6	1,8	59,0	-0,3	-0,2	1,3	-11,4	12,6	-1,9	2,4	3,9	-0,1
2005 I	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,7	-53,9	-24,5	-29,4	-2,7	3,0	7,0	5,2
II	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
III	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
IV	-77,4	3,2	118,0	-4,7	-0,7	-42,7	-49,6	6,9	-1,0	4,0	48,2	-0,9

8. Activos de reserva

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

Fuente: BCE.

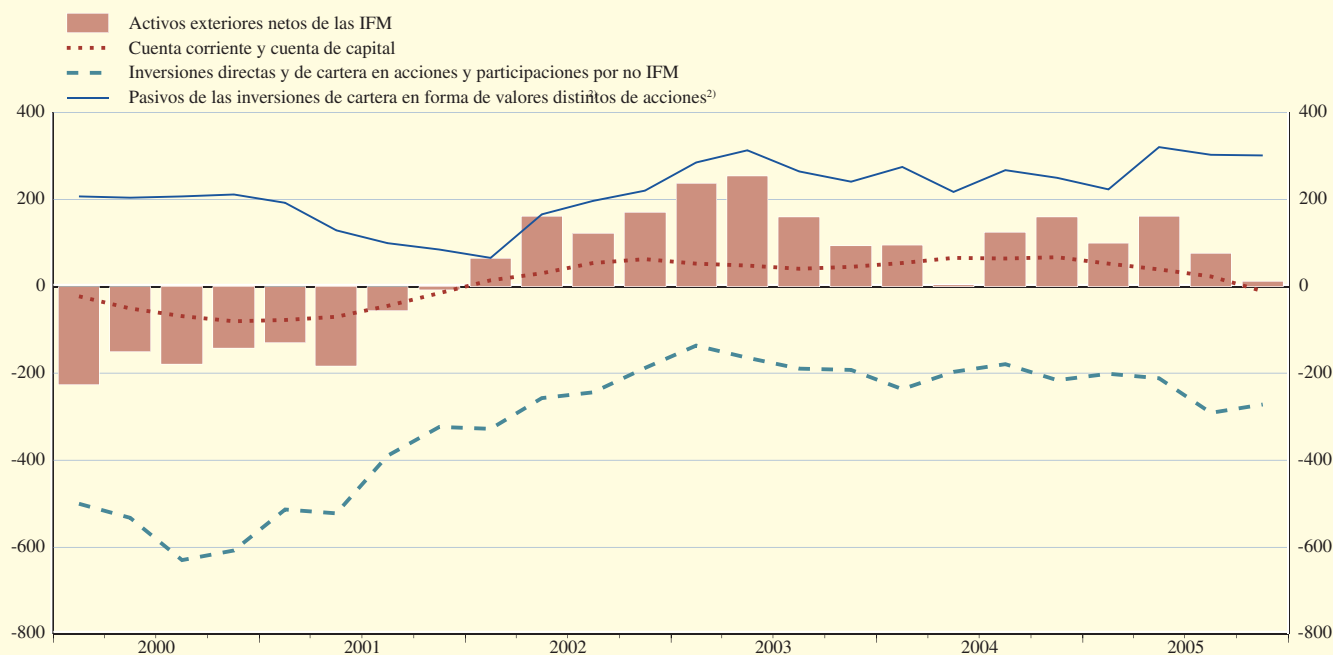
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	94,2
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,9
2005	-10,1	-207,3	69,6	-290,6	236,7	301,3	-178,1	150,2	-13,6	-79,9	-21,8	11,0
2004 IV	26,1	-61,7	48,0	-46,8	88,6	11,1	-0,9	4,0	-5,2	-18,9	44,4	57,1
2005 I	3,2	-38,9	17,1	-68,3	34,0	72,0	-52,1	15,6	-7,3	-22,1	-46,7	-24,6
II	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	65,0
III	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,1	-20,6
IV	-7,6	-30,8	20,8	-85,0	48,2	9,6	-46,8	49,3	-7,2	20,5	-28,9	-8,7
2005 Feb	5,9	-5,9	4,1	-22,5	17,0	35,7	-7,3	7,7	1,1	-30,2	5,7	13,7
Mar	5,0	-16,5	8,0	-29,8	6,7	13,2	-26,0	5,3	-5,1	16,3	-23,0	-22,6
Abr	-10,2	-14,5	2,5	-15,5	-57,6	66,1	-21,1	41,9	-0,4	15,7	6,8	2,4
May	-1,3	7,2	-0,1	-27,5	10,7	33,7	-26,9	1,9	0,8	-40,3	-41,8	-39,6
Jun	4,3	-19,2	11,4	-19,2	46,2	78,8	-10,0	19,5	1,0	-17,7	94,9	102,2
Jul	3,8	-89,8	8,0	-31,0	118,4	2,8	-5,3	1,5	1,4	-4,8	5,1	0,6
Ago	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,7
Sep	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-22,9
Oct	-5,9	-11,7	3,2	-21,6	-4,6	26,9	-6,7	4,9	-4,3	12,4	-7,4	-6,6
Nov	-4,7	-6,5	4,0	-37,5	11,5	2,2	-35,0	20,1	-0,4	-1,1	-47,5	-43,6
Dic	3,0	-12,6	13,7	-25,9	41,4	-19,4	-5,1	24,4	-2,5	9,2	26,0	41,5
2006 Ene	-8,7	1,6	4,2	-32,2	17,0	1,9	-32,5	3,8	-2,3	19,7	-27,6	2,8
Feb	-0,8	-32,8	7,9	-34,1	26,9	26,6	-19,0	7,9	-3,0	-11,0	-31,4	-33,3
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2006 Feb	-17,8	-216,1	72,7	-318,4	253,3	270,9	-203,6	151,6	-16,8	-32,8	-57,1	-17,4

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.018,1	740,3	42,4	65,1	394,6	178,7	59,5	25,6	51,1	135,0	345,7	720,5
Bienes	1.218,6	421,9	28,7	44,5	206,2	142,4	0,2	15,5	33,6	68,4	181,8	497,4
Servicios	395,5	141,4	7,8	10,5	98,4	19,6	5,0	5,4	11,2	38,7	76,4	122,4
Renta	320,7	115,3	5,6	9,5	80,4	14,6	5,3	4,2	5,5	21,7	80,8	93,1
de la cual: rentas de la inversión	305,3	110,0	5,5	9,3	78,7	14,4	2,2	4,1	5,4	15,7	79,3	90,7
Tranferencias corrientes	83,4	61,7	0,4	0,6	9,5	2,1	49,0	0,5	0,8	6,2	6,7	7,6
Cuenta de capital	23,4	20,4	0,0	0,0	0,9	0,1	19,4	0,0	0,1	0,5	0,5	1,8
Pagos												
Cuenta corriente	2.040,7	658,9	35,4	62,2	318,5	148,8	94,0	19,7	78,9	127,5	315,5	840,1
Bienes	1.165,6	336,7	25,4	40,8	152,9	117,6	0,0	9,2	51,1	59,1	114,6	594,8
Servicios	361,1	114,5	6,3	8,6	76,2	23,2	0,2	5,4	7,4	30,0	78,5	125,3
Renta	362,2	107,8	3,2	11,9	81,3	6,4	5,0	3,6	20,1	33,1	113,6	83,9
de la cual: rentas de la inversión	353,0	102,8	3,1	11,8	80,2	2,6	5,0	3,5	20,0	32,4	112,6	81,6
Tranferencias corrientes	151,7	99,8	0,4	0,9	8,2	1,5	88,8	1,5	0,3	5,3	8,8	36,1
Cuenta de capital	10,9	1,1	0,0	0,1	0,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,5	0,5	8,6
Neto												
Cuenta corriente	-22,6	81,4	7,0	2,9	76,0	29,9	-34,5	5,8	-27,8	7,5	30,2	-119,6
Bienes	53,0	85,1	3,2	3,7	53,3	24,8	0,2	6,3	-17,6	9,2	67,2	-97,4
Servicios	34,3	26,8	1,4	1,9	22,3	-3,6	4,8	0,0	3,9	8,7	-2,1	-2,9
Renta	-41,5	7,5	2,4	-2,5	-0,9	8,1	0,3	0,6	-14,6	-11,3	-32,8	9,2
de la cual: rentas de la inversión	-47,7	7,3	2,3	-2,5	-1,5	11,7	-2,8	0,6	-14,6	-16,7	-33,3	9,1
Tranferencias corrientes	-68,3	-38,1	0,0	-0,3	1,4	0,6	-39,7	-1,1	0,5	0,9	-2,1	-28,5
Cuenta de capital	12,5	19,3	0,0	0,0	0,2	0,0	19,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	-6,8

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						
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-145,5	-109,6	-0,6	8,6	-113,1	-4,6	0,0	0,0	1,4	1,7	-0,2	-0,6	-38,2
En el exterior	-216,1	-147,5	-1,8	1,7	-128,5	-18,8	0,0	-5,3	-0,2	-6,8	-2,7	-8,0	-45,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-155,5	-122,1	-5,1	-3,1	-93,4	-20,5	0,0	-4,3	-0,7	-7,3	13,7	-4,4	-30,4
Otro capital	-60,7	-25,4	3,3	4,8	-35,1	1,7	0,0	-1,0	0,4	0,5	-16,4	-3,6	-15,2
En la zona del euro	70,7	37,9	1,2	7,0	15,4	14,2	0,0	5,3	1,6	8,5	2,5	7,4	7,4
Acc. y particip/ beneficios reinv.	43,6	25,7	0,4	4,3	20,7	0,3	0,0	4,0	1,0	0,6	1,1	6,8	4,5
Otro capital	27,1	12,2	0,9	2,6	-5,3	14,0	0,0	1,3	0,6	7,9	1,5	0,6	2,9

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						
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-443,1	-179,9	-11,6	-11,2	-128,1	-18,9	-10,0	-9,2	-36,2	-5,5	-71,2	-60,5	-80,7
Acciones y participaciones	-140,4	-43,6	-1,9	-5,0	-33,5	-3,2	0,0	-3,5	-21,0	-4,4	-14,4	-16,2	-37,4
Valores distintos de acciones	-302,7	-136,3	-9,8	-6,2	-94,6	-15,7	-10,0	-5,7	-15,2	-1,1	-56,8	-44,2	-43,3
Bonos y obligaciones	-283,4	-110,4	-8,7	-5,7	-69,5	-16,1	-10,4	-6,0	-15,5	0,9	-77,6	-36,7	-38,2
Inst. del mercado monetario	-19,3	-26,0	-1,1	-0,5	-25,1	0,4	0,4	0,3	0,3	-2,0	20,8	-7,6	-5,1

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							
I 2005 a IV 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	67,8	35,9	-5,5	20,7	20,3	-13,8	14,1	-3,3	13,4	-4,8	15,4	-7,2	1,9	16,4
Activos	-565,5	-385,6	-15,2	14,9	-356,1	-27,4	-1,9	-6,3	0,1	-20,8	-26,0	-58,5	-2,8	-65,6
AAPP	5,1	-1,3	1,1	-0,3	-3,5	1,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,0	-1,6	7,7
IFM	-387,4	-231,1	-15,1	14,8	-202,7	-26,6	-1,5	-5,2	4,2	-15,6	-39,9	-43,2	-0,8	-55,9
Otros sectores	-183,2	-153,2	-1,1	0,4	-150,0	-2,1	-0,4	-1,1	-4,1	-5,1	13,5	-15,3	-0,4	-17,5
Pasivos	633,3	421,4	9,7	5,9	376,4	13,5	15,9	3,0	13,3	16,0	41,4	51,3	4,7	82,0
AAPP	-2,4	-1,0	0,0	0,0	-2,8	0,0	1,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,8
IFM	483,1	300,0	9,1	4,5	265,9	12,3	8,2	3,1	12,8	11,2	22,9	48,3	5,3	79,5
Otros sectores	152,6	122,4	0,6	1,3	113,3	1,3	5,9	-0,1	0,6	4,8	18,6	3,1	-0,2	3,4

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	2.539,5	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	284,2
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 III	-1.105,2	-13,8	216,2	-1.387,3	-22,4	-223,3	311,6
IV	-1.048,5	-13,1	233,4	-1.308,6	-17,6	-276,0	320,3
Activos: saldos vivos							
2001	7.758,3	110,8	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,5	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,6	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,5	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 III	10.139,3	127,1	2.520,9	3.547,6	218,1	3.541,1	311,6
IV	10.544,6	132,1	2.560,8	3.761,1	230,5	3.672,0	320,3
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.147,3	116,4	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,2	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,5	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	123,8	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 III	11.244,6	140,9	2.304,7	4.934,8	240,6	3.764,4	-
IV	11.593,1	145,3	2.327,3	5.069,7	248,1	3.948,1	-

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 III	2.021,8	158,4	1.863,4	499,1	1,0	498,1	1.668,4	51,5	1.616,9	636,3	4,2	632,1
IV	2.045,4	159,2	1.886,2	515,3	0,9	514,5	1.688,6	49,3	1.639,3	638,7	4,6	634,1

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		
	1	2	AAPP	Otros sectores		6	7	AAPP	Otros sectores		11	12	AAPP	Otros sectores		14
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 III	2,9	96,6	22,0	1.377,6	2.307,5	7,3	661,7	9,8	1.057,4	2.300,5	0,8	249,3	6,2	56,0	326,9
IV	2,9	105,4	24,0	1.517,0	2.440,4	6,7	694,9	9,9	1.084,8	2.313,5	0,8	255,1	0,3	59,4	315,7

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	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 III	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	54,9	45,1	9,8	42,3	0,0	42,4	2,4	
IV	5,3	0,2	80,1	0,2	1,3	57,1	46,2	10,9	42,9	0,0	40,6	2,5	

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	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 III	2.360,4	64,9	2.903,2	66,1	184,3	693,2	306,4	386,8	135,0	120,6	485,4	60,8	
IV	2.447,7	58,3	3.037,7	54,6	184,7	737,3	355,9	381,4	137,3	122,9	547,0	62,5	

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 participaciones	Bonos y obligaciones	Instrum. del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	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 II	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,4	40,1	-0,3	0,0	23,4	-17,7
III	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,1	10,8	27,3	106,3	0,5	66,8	39,0	-0,2	0,0	24,0	-19,5
IV	320,3	163,4	375,861	4,3	10,6	141,9	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	0,0	0,0	25,6	-17,9
2006 Ene	332,1	176,3	375,626	4,3	7,8	143,7	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
Feb	332,1	175,5	374,888	4,4	7,2	145,1	7,0	26,8	111,3	-	-	-	0,0	0,0	24,7	-19,7
Mar	327,1	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	-	-	-	0,1	0,0	27,7	-19,3
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 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
IV	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 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
Feb	43,1	10,8	23,145	0,2	0,0	32,1	1,5	5,3	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2
Mar	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,2	2,6	3,6	23,1	-	-	-	0,0	0,0	3,9	-0,5

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	1.083,6	512,4	227,9	309,7	949,2	984,9	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,9	300,5	925,0	990,7	554,1	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,4	547,4	246,9	313,4	997,3	1.075,1	604,5	183,5	256,0	769,9	129,5
2005	7,3	12,3	1.235,8	585,7	265,1	327,2	1.068,1	1.212,8	692,4	201,4	267,5	841,9	180,9
2004 III	9,1	14,6	287,8	138,6	61,7	78,4	250,7	275,9	157,3	46,2	63,8	195,7	36,6
IV	8,9	12,7	291,9	139,3	62,7	78,0	253,3	279,0	158,9	47,3	64,8	199,0	36,7
2005 I	3,4	8,6	291,9	138,2	62,3	77,6	255,7	278,6	157,3	44,5	63,5	198,2	36,1
II	6,2	10,8	302,4	144,0	63,6	80,2	258,9	291,7	165,9	49,3	65,0	201,7	40,5
III	9,9	14,4	318,4	149,9	69,9	84,2	274,5	316,5	182,2	52,8	68,5	217,3	51,3
IV	9,4	14,9	323,0	153,6	69,2	85,2	279,1	326,0	187,0	54,7	70,5	224,7	52,9
2005 Sep	12,9	13,8	107,7	50,9	24,0	28,6	93,0	105,5	60,7	17,3	23,2	72,3	18,2
Oct	6,6	12,0	104,5	49,5	22,4	27,7	90,1	106,2	60,0	17,6	22,9	72,5	17,7
Nov	10,8	14,7	108,6	51,7	23,0	28,7	93,3	107,7	61,9	19,2	23,5	74,4	17,9
Dic	10,9	18,2	110,0	52,4	23,9	28,8	95,6	112,1	65,1	17,9	24,1	77,8	17,2
2006 Ene	14,3	22,9	110,0	51,8	23,8	28,2	94,8	110,5	64,0	17,0	23,7	74,0	18,0
Feb	14,1	22,1	109,3	51,8	23,5	29,1	94,4	112,0	64,9	17,0	23,4	74,8	.
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	89,6	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,1	114,8	109,2	102,0	100,5	95,3	110,3	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,2	121,0	119,8	118,3	107,9	103,9	108,3	118,3	107,3	105,7
2005	4,5	4,1	123,8	118,5	129,7	122,7	124,3	112,8	105,5	118,8	121,0	114,8	107,3
2004 III	7,7	8,3	117,6	115,9	120,2	119,5	118,1	108,9	105,4	108,5	117,3	108,1	114,6
IV	7,5	6,2	119,6	115,9	123,6	119,3	119,8	109,4	104,5	113,0	119,5	110,3	105,9
2005 I	1,2	2,4	118,8	113,8	122,9	118,2	120,1	109,5	104,1	107,8	117,1	109,9	105,9
II	4,3	4,7	122,0	117,4	124,9	121,2	121,1	111,2	104,4	117,7	119,1	111,1	103,1
III	7,1	4,6	126,8	120,8	136,5	125,7	127,5	114,3	106,3	122,7	123,2	117,7	109,6
IV	5,4	4,5	127,5	121,9	134,5	125,7	128,5	116,2	107,2	127,0	124,7	120,6	110,5
2005 Sep	9,9	3,8	128,6	122,8	140,4	127,6	129,4	114,0	105,6	122,2	124,7	117,7	113,0
Oct	2,8	3,8	124,0	118,6	130,9	122,6	124,9	115,0	104,4	123,7	122,7	117,7	111,9
Nov	7,6	4,8	128,8	123,5	133,4	127,1	129,2	115,7	106,8	134,0	125,0	119,8	114,0
Dic	5,9	4,9	129,8	123,7	139,3	127,3	131,6	118,0	110,3	123,4	126,4	124,1	105,8
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	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	2,6	7,8	99,4	100,3	94,5	101,4	98,0	104,8	111,0	92,6	100,0	98,3	137,0
2004 III	1,3	5,8	97,6	97,2	94,9	99,8	96,8	98,9	101,1	93,2	98,5	97,2	103,9
IV	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,5	96,5	99,5	102,9	91,5	98,2	96,8	112,9
2005 I	2,2	6,0	97,9	98,7	93,7	99,9	97,1	99,3	102,3	90,3	98,3	96,8	111,1
II	1,8	5,8	98,8	99,6	94,2	100,7	97,6	102,4	107,6	91,6	98,8	97,5	128,3
III	2,6	9,3	100,1	100,8	94,8	102,0	98,3	108,0	116,0	94,1	100,7	99,1	152,6
IV	3,8	10,0	101,0	102,3	95,1	103,1	99,1	109,4	118,0	94,2	102,3	100,0	155,9
2005 Sep	2,8	9,6	100,2	100,9	94,7	102,2	98,4	108,4	116,7	93,0	101,1	98,9	157,8
Oct	3,7	7,8	100,7	101,8	94,7	102,9	98,9	108,2	116,6	93,4	101,5	99,1	154,8
Nov	3,0	9,5	100,8	102,1	95,4	103,0	98,9	109,0	117,6	94,2	102,1	100,0	153,7
Dic	4,8	12,6	101,4	103,2	95,2	103,3	99,5	111,2	119,8	95,0	103,4	100,9	159,4
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.083,6	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	100,3
2003	1.060,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,9
2004	1.147,4	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.235,8	28,6	44,8	202,6	142,0	42,9	70,1	34,6	184,8	43,5	34,0	165,6	72,7	46,7	122,8
2004 III	287,8	6,5	10,5	51,5	31,8	9,2	17,2	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,5
IV	291,9	6,7	10,7	51,3	32,6	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,8	15,9	10,5	30,3
2005 I	291,9	6,7	10,9	49,7	33,1	9,8	17,4	8,0	43,4	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,9
II	302,4	7,0	11,2	49,9	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	32,0
III	318,4	7,3	11,4	51,4	36,1	11,3	17,9	9,0	47,1	11,4	8,5	43,9	19,3	12,3	31,6
IV	323,0	7,6	11,4	51,6	38,7	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,3	19,2	12,2	32,3
2005 Sep	107,7	2,5	3,8	17,0	12,4	3,9	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,9	6,6	4,1	10,9
Oct	104,5	2,5	3,7	16,6	12,5	3,6	5,8	3,0	15,7	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,4
Nov	108,6	2,6	3,8	17,6	12,8	3,9	5,9	2,9	16,3	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,3
Dic	110,0	2,5	3,9	17,4	13,4	3,7	6,2	3,4	16,7	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	10,6
2006 Ene	110,0	2,5	3,8	17,6	13,2	4,0	6,2	3,2	16,7	4,1	3,0	14,4	6,2	4,6	10,4
Feb	109,3	.	.	.	.	4,0	5,9	3,3	16,6	4,2	3,0	14,7	6,5	4,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	15,0	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	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	142,8	67,8	39,4	81,3
2003	990,7	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	141,2	68,9	39,8	85,2
2004	1.075,1	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	163,1	72,8	45,1	85,6
2005	1.212,8	25,3	42,0	150,4	116,7	73,1	57,8	24,8	120,5	117,7	52,8	187,7	95,0	52,8	96,2
2004 III	275,9	6,4	10,1	37,5	26,1	14,6	13,6	6,0	28,8	23,5	13,7	42,5	19,1	11,6	22,4
IV	279,0	6,5	10,2	36,5	27,3	15,9	13,8	6,1	28,9	25,2	13,5	43,1	19,8	11,7	20,4
2005 I	278,6	6,1	10,0	35,9	27,0	16,6	13,5	6,2	28,9	26,4	13,0	41,2	20,2	12,1	21,5
II	291,7	6,4	10,3	36,8	28,8	17,5	14,4	5,9	29,9	27,7	12,5	46,2	21,8	12,0	21,4
III	316,5	6,3	10,6	38,6	29,9	18,9	15,0	6,1	30,7	31,1	13,6	49,4	26,8	13,8	25,6
IV	326,0	6,5	11,0	39,2	30,9	20,1	15,0	6,6	30,9	32,5	13,8	51,0	26,2	14,8	27,6
2005 Sep	105,5	2,1	3,5	12,9	10,3	6,5	5,0	2,1	10,2	10,3	4,5	16,6	9,1	4,7	7,8
Oct	106,2	2,2	3,6	12,7	10,1	6,6	5,0	2,1	10,1	10,3	4,3	15,9	8,3	4,8	10,2
Nov	107,7	2,1	3,7	13,2	10,2	6,4	5,0	2,2	10,2	10,7	4,6	17,4	9,1	4,9	7,8
Dic	112,1	2,2	3,7	13,2	10,5	7,0	5,0	2,3	10,5	11,5	4,8	17,6	8,8	5,1	9,7
2006 Ene	110,5	2,3	3,8	13,1	10,4	7,7	5,0	2,1	10,7	11,2	4,6	18,0	8,5	5,1	7,9
Feb	112,0	.	.	.	.	7,7	5,0	2,2	10,8	11,1	4,7	17,8	9,1	5,2	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,4	9,6	6,0	4,8	2,0	10,0	9,7	4,4	15,5	7,8	4,3	7,9
Saldo															
2002	98,7	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,8	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,0
2003	69,3	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	15,7
2004	72,3	0,5	2,2	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	59,9	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,8
2005	23,0	3,3	2,9	52,2	25,3	-30,1	12,3	9,8	64,3	-74,2	-18,8	-22,1	-22,3	-6,1	26,6
2004 III	11,9	0,1	0,4	14,0	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,7	-5,3	-4,2	-2,5	-1,3	4,1
IV	12,9	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	14,8	-15,2	-5,3	-5,3	-3,9	-1,2	9,9
2005 I	13,3	0,6	0,9	13,8	6,1	-6,8	3,9	1,8	14,5	-16,1	-4,5	-2,2	-3,1	-1,1	5,4
II	10,7	0,6	0,9	13,1	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,7	-4,1	-5,7	-4,6	-0,9	10,5
III	2,0	1,1	0,8	12,8	6,2	-7,6	2,9	2,9	16,4	-19,7	-5,0	-5,5	-7,5	-1,5	5,9
IV	-3,0	1,0	0,3	12,4	7,9	-8,9	3,0	2,8	17,8	-20,7	-5,2	-8,7	-7,0	-2,6	4,7
2005 Sep	2,2	0,4	0,2	4,1	2,2	-2,6	0,9	1,1	5,7	-6,4	-1,7	-1,7	-2,5	-0,6	3,1
Oct	-1,8	0,3	0,1	3,9	2,4	-3,0	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,6	-2,2	-2,2	-0,7	0,2
Nov	0,8	0,5	0,1	4,3	2,6	-2,5	0,9	0,7	6,0	-6,9	-1,8	-3,3	-2,7	-0,7	3,6
Dic	-2,0	0,3	0,1	4,2	2,9	-3,3	1,2	1,1	6,2	-7,3	-1,8	-3,3	-2,1	-1,1	0,9
2006 Ene	-0,5	0,2	0,1	4,5	2,8	-3,8	1,2	1,1	6,0	-7,2	-1,6	-3,5	-2,3	-0,5	2,5
Feb	-2,7	.	.	.	.	-3,7	0,9	1,0	5,8	-6,9	-1,7	-3,1	-2,7	-0,9	.

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

TIPOS DE CAMBIO

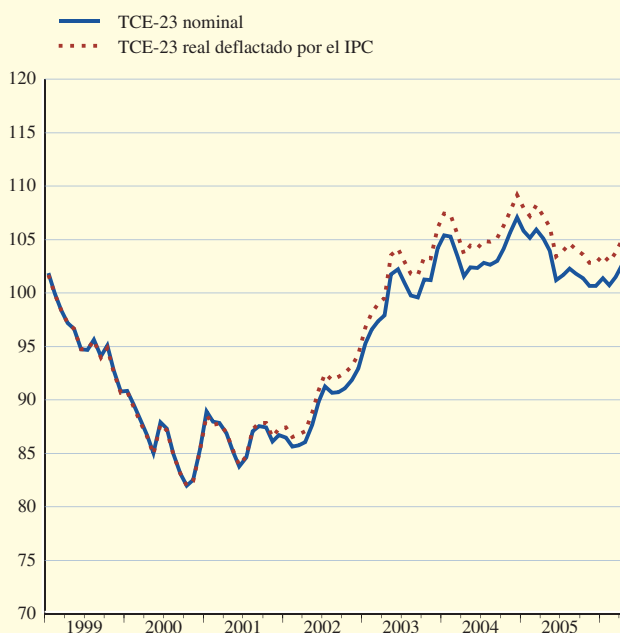
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-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	101,4	97,6	99,0	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	105,2	103,3	103,7	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	104,3	100,8	101,8	109,5	103,5
2005 I	105,7	107,8	106,9	107,2	104,4	104,6	112,6	106,6
II	103,4	105,6	104,2	104,8	101,2	102,6	110,1	104,1
III	101,9	104,2	102,4	103,2	99,1	100,6	108,3	102,5
IV	100,9	103,1	101,1	102,1	98,4	99,4	107,2	101,1
2006 I	101,2	103,5	102,1	.	.	.	107,2	101,0
2005 Abr	105,1	107,2	105,9	-	-	-	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	102,8	-	-	-	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	101,0	-	-	-	106,9	100,7
2006 Ene	101,4	103,6	102,0	-	-	-	107,5	101,3
Feb	100,7	103,0	101,8	-	-	-	106,6	100,4
Mar	101,5	103,8	102,6	-	-	-	107,4	101,2
Abr	102,7	105,0	103,8	-	-	-	108,6	102,3
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2006 Abr	1,1	1,2	1,2	-	-	-	1,1	1,1
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2006 Abr	-2,3	-2,1	-1,9	-	-	-	-2,9	-3,3

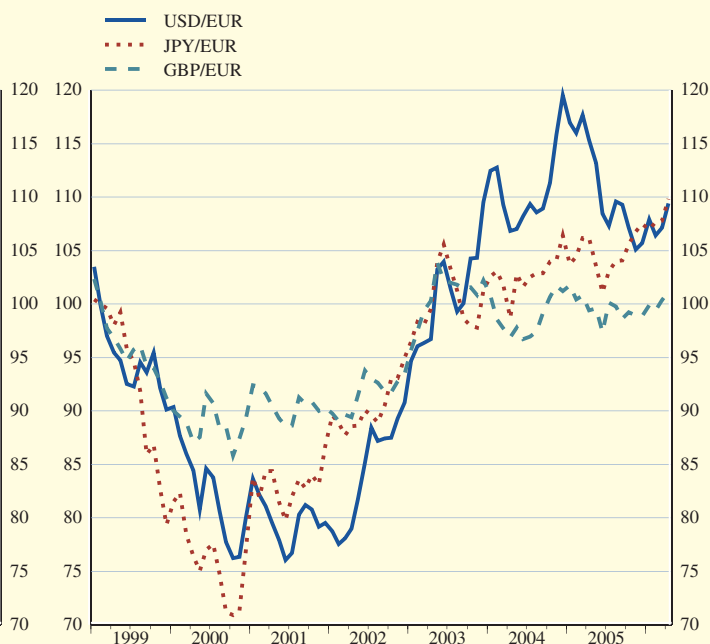
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 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 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
2006 I	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
2005 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
Mar	7,4612	9,4017	0,68935	1,2020	140,96	1,5691	1.171,84	9,3270	1,9486	1,3919	7,9775	1,6540
Abr	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1.168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Abr	0,0	-0,7	0,8	2,1	1,9	0,4	-0,3	2,0	0,8	1,0	-1,7	0,7
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Abr	0,2	1,8	1,7	-5,2	3,4	1,8	-10,6	-5,7	-8,1	-12,1	-4,1	-0,5
	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 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
2006 I	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
2005 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
Mar	28,650	15,6466	0,57530	0,6961	3,4528	260,85	0,4293	3,8837	239,55	37,478	1,9558	3,5074
Abr	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Abr	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,9	0,0	-0,3	0,0	-0,5
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Abr	-5,4	0,0	-1,1	0,0	0,0	7,0	-0,1	-5,7	0,0	-4,7	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 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	
2006 I	9,6793	7,3426	78,43	11.178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
2005 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	
Mar	9,6581	7,3300	83,74	11.009,15	4,4514	1,8956	61,499	33,4973	7,5171	46,836	1,6071	
Abr	9,8361	7,3111	91,94	10.956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2006 Abr	1,8	-0,3	9,8	-0,5	0,9	4,1	2,6	0,9	-0,7	-0,5	1,9	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2006 Abr	-8,1	-1,1	13,9	-11,4	-8,6	9,8	-10,4	-6,1	-6,3	-8,9	-	

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	3,7	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	2,1
2005 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
2006 I	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
2005 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
Feb	2,4	2,1	4,5	2,3	7,0	3,4	2,3	2,3	0,9	2,3	4,3	1,1	2,0
Mar	2,4	1,8	4,0	2,6	6,6	3,1	2,4	2,9	0,9	2,0	4,3	1,5	1,8
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2003	-6,6	1,0	2,4	-6,3	-1,2	-1,2	-6,4	-10,2	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	1,5	-4,1	-0,9	-1,5	-5,4	-5,1	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,3
2005	-2,6	4,9	1,6	-2,4	0,2	-0,5	-6,1	-3,3	-2,5	-1,8	-2,9	2,9	-3,6
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2003	30,0	44,4	6,0	69,7	14,4	21,2	56,7	71,3	43,9	29,1	42,7	51,8	39,0
2004	30,6	42,6	5,4	71,7	14,6	19,5	57,1	76,2	41,9	29,5	41,6	50,5	40,8
2005	30,5	35,8	4,8	70,3	11,9	18,7	58,4	74,7	42,5	29,1	34,5	50,3	42,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 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
Feb	3,41	3,48	-	3,96	3,60	3,53	6,71	4,38	4,79	3,72	3,75	3,42	4,05
Mar	3,58	3,70	-	3,97	3,60	3,75	7,00	4,35	4,79	3,80	4,01	3,55	4,19
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 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
Feb	2,00	2,66	2,62	3,24	4,03	2,61	-	3,18	4,26	3,84	3,34	2,11	4,58
Mar	2,08	2,85	2,87	3,19	3,97	2,75	-	3,20	4,12	3,53	3,75	2,23	4,59
PIB real													
2004	4,7	1,7	7,8	3,9	8,5	7,0	4,6	-1,5	5,2	4,2	5,5	3,7	3,1
2005	6,0	3,4	9,8	3,8	10,2	7,5	4,1	2,5	2,6	3,9	6,0	2,7	1,8
2005 III	5,8	4,8	10,4	4,0	11,4	8,3	4,4	5,4	2,7	4,0	6,2	2,9	1,9
IV	6,9	3,6	11,5	3,6	10,5	8,7	4,2	2,5	2,8	5,1	7,6	2,9	1,8
2006 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2004	-6,6	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,3	-8,0	-3,9	-2,5	-3,1	6,9	-1,9
2005	-1,9	3,5	-9,4	-5,3	-11,3	-5,6	-6,5	-9,3	-1,1	-1,5	-8,8	6,2	-2,4
2005 II	-3,7	5,0	-10,9	3,2	-9,9	-6,8	-7,0	-10,6	-0,8	0,1	-11,9	5,8	-1,4
III	-4,1	5,0	-8,3	4,9	-11,2	-6,4	-7,4	-0,6	-1,3	0,6	-4,8	6,8	-3,7
IV	-2,5	2,8	-9,0	-19,7	-13,9	-5,2	-5,2	-18,4	-1,3	-4,9	-15,2	5,4	-2,6
Costes laborales unitarios													
2004	1,1	0,4	3,0	-	7,2	1,0	4,2	-	-	3,8	0,6	-0,6	2,1
2005	.	0,9	3,7	-	5,4	3,8	.	-	.	.	2,2	1,4	.
2005 II	-0,1	1,8	2,4	-	-	1,3	-	-	-	-	3,6	0,1	3,5
III	2,0	-1,4	4,1	-	-	2,9	-	-	-	-	4,1	0,6	.
IV	.	0,8	5,6	-	-	6,7	-	-	-	-	.	.	.
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	4,8	7,9	5,2	9,0	8,2	7,2	7,3	17,7	6,3	16,4	.	4,7
2005 III	7,8	4,6	7,4	5,3	9,0	7,8	7,3	7,2	17,7	6,4	16,1	.	4,7
IV	7,8	4,1	6,9	5,0	8,2	6,8	7,5	7,4	17,2	6,3	16,2	.	5,0
2006 I	7,8	4,3	5,8	5,2	7,8	6,6	7,5	8,0	16,9	6,2	15,7	.	.
2005 Nov	7,8	4,1	6,9	5,0	8,2	6,7	7,5	7,3	17,2	6,4	16,1	.	5,0
Dic	7,8	4,0	6,6	4,9	8,0	6,8	7,5	7,6	17,1	6,3	16,0	.	4,9
2006 Ene	7,8	4,4	6,2	5,3	8,1	6,8	7,6	7,9	17,1	6,2	15,7	.	5,0
Feb	7,8	4,4	5,8	5,2	7,8	6,5	7,6	8,0	16,9	6,2	15,7	.	.
Mar	7,7	4,3	5,3	5,2	7,6	6,4	7,4	8,1	16,8	6,2	15,7	.	.

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

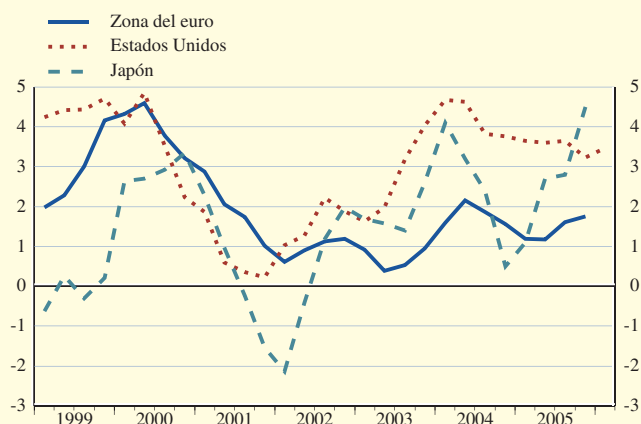
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	1,9	3,5	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	-3,8	49,0
2005 I	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,8	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	2,2	3,6	3,1	5,0	5,8	3,77	4,21	1,2199	-4,4	48,6
IV	3,7	0,2	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,6	49,0
2006 I	3,6	.	3,5	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	.	.
2005 Dic	3,4	-	-	4,5	4,9	7,6	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 Ene	4,0	-	-	4,9	4,7	8,0	4,60	4,41	1,2103	-	-
Feb	3,6	-	-	4,2	4,8	8,1	4,76	4,56	1,1938	-	-
Mar	3,4	-	-	5,2	4,7	8,5	4,92	4,72	1,2020	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	5,07	4,99	1,2271	-	-
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	-0,5	2,8	1,1	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 I	-0,2	-1,0	1,1	1,2	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	-0,2	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,5	-2,1	4,5	3,0	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	0,4	.	.	3,2	4,2	.	0,08	1,58	140,51	.	.
2005 Dic	-0,1	-2,1	-	3,4	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	-	-
2006 Ene	0,5	.	-	2,6	4,5	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
Feb	0,4	.	-	3,9	4,1	.	0,07	1,57	140,77	-	-
Mar	0,3	.	-	3,1	4,1	.	0,10	1,70	140,96	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,11	1,91	143,59	-	-

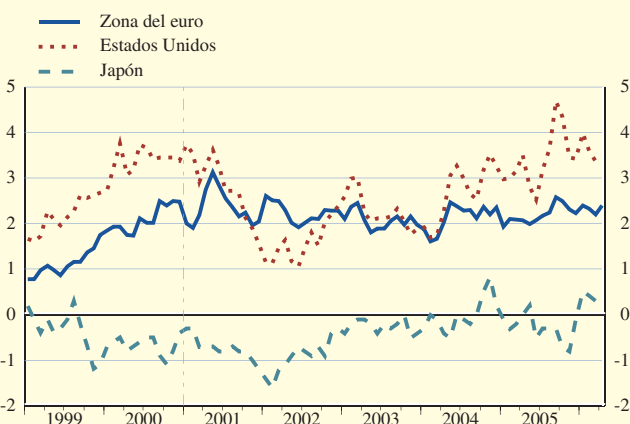
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

9.2 En Estados Unidos y Japón

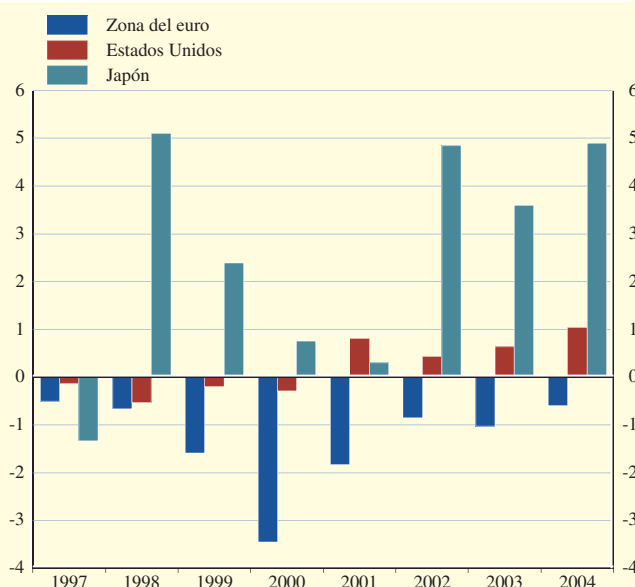
(en porcentaje del PIB)

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													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	3,9	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,1	0,2	13,3	8,4	11,3	9,0
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,3	8,0	3,2	0,3	13,5	6,0	11,0	9,5
2005	13,3	20,1	-6,3	7,4	7,3	2,5	8,2	1,2	-0,6	13,7	4,2	9,6	9,5
2004 I	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,6	1,0	13,3	6,0	11,0	9,5
II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,5	13,6	5,1	10,7	9,1
III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	4,0	8,4	2,6	-0,1	13,6	6,3	10,9	8,8
IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,8	7,3	4,6	0,8	13,6	6,7	11,4	10,6
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,2	7,7	2,7	0,5	13,7	4,3	10,0	8,3
II	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,8	8,1	1,5	-0,4	13,9	4,3	9,4	10,0
III	13,6	19,9	-5,9	7,2	7,4	1,6	8,6	-0,3	-1,9	13,8	4,2	9,9	10,5
IV	13,2	20,5	-6,7	7,6	7,4	2,2	8,3	1,1	-0,5	13,5	3,8	9,1	9,0
Japón													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	2,0	1,2	.	2,8	.	0,7
2004 I	28,7	25,5	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
II	21,4	20,2	3,6	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
III	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
IV	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 I	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
II	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
III	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
IV	.	23,9	.	.	.	15,8	.	18,2	3,3	.	15,5	.	3,4

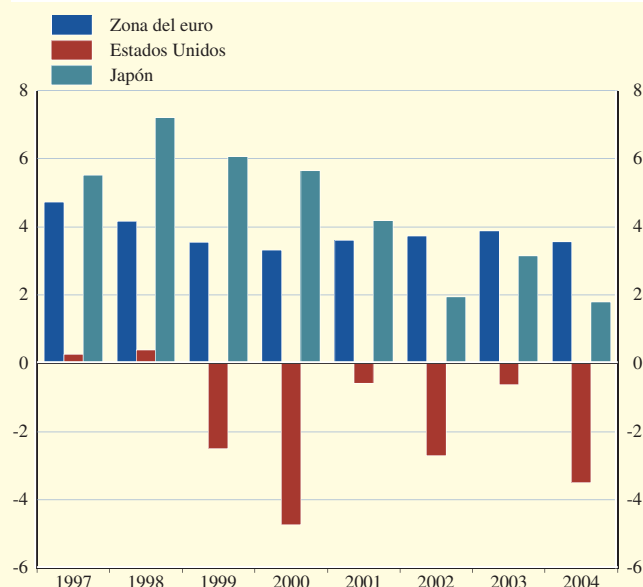
C39 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C40 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

- 1) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.
- 3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>intermediarios financieros</i>)	S17
C10	Depósitos totales por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (<i>sociedades no financieras y hogares</i>)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C21	Nuevos depósitos a plazo	S38
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C30	Cuenta corriente	S55
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C32	Bienes	S56
C33	Servicios	S56
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C35	Tipos de cambio efectivos	S67
C36	Tipos de cambio bilaterales	S67
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C38	Índices de precios de consumo	S70
C39	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C40	Capacidad de financiación de los hogares	S71

NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE 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 3 de mayo 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 emitidos.

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

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

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

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

bre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

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.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

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 febrero y abril 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.

«Informe Anual 2005», abril 2006.

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.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.



- «Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.
- «Contribución del BCE y del Eurosistema a la integración financiera europea», mayo 2006.
- «La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema», mayo 2006.
- «Emisión de acciones en la zona del euro», mayo 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.

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.
- 44 «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, abril 2006.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 594 «The euro's trade effects», por R. Baldwin, comentarios de J. A. Frankel y J. Melitz, marzo 2006.
- 595 «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», por D. Giannone y L. Reichlin, comentarios de B. E. Sørensen y M. McCarthy, marzo 2006.
- 596 «The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets», por R. Duval y J. Elmeskov, comentarios de S. Nickell y J. F. Jimeno, marzo 2006.
- 597 «Price-setting and inflation persistence: did EMU matter?», por I. Angeloni, L. Aucremanne y M. Ciccarelli, comentarios de W. T. Dickens y T. Yates, marzo 2006.
- 598 «The impact of the euro on financial markets», por L. Capiello, P. Hördahl, A. Kadareja y S. Manganelli, comentarios de X. Vives y B. Gerard, marzo 2006.
- 599 «What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview», por F. P. Mongelli y J. L. Vega, marzo 2006.
- 600 «A speed limit monetary policy rule for the euro area», por L. Stracca, abril 2006.
- 601 «Excess burden and the cost of inefficiency in public services provision», por A. Afonso y V. Gaspar, abril 2006.
- 602 «Job flow dynamics and firing restrictions: evidence from Europe», por J. Messina y G. Vallanti, abril 2006.

- 603 «Estimating multi-country VAR models», por F. Canova y M. Ciccarelli, abril 2006.
- 604 «A dynamic model of settlement», por T. V. Koepl, C. Monnet y T. Temzelides, abril 2006.
- 605 «(Un)Predictability and macroeconomic stability», por A. D'Agostino, D. Giannone y P. Surico, abril 2006.
- 606 «Measuring the importance of the uniform nonsynchronization hypothesis», por D. Dias, C. R. Marques y J. M. C. Santos Silva, abril 2006.
- 607 «Price setting behaviour in the Netherlands: results of a survey», por M. Hoeberichts y A. Stokman, abril 2006.
- 608 «How does information affect the comovement between interest rates and exchange rates?», por M. Sánchez, abril 2006.
- 609 «The elusive welfare economics of price stability as a monetary policy objective: why New Keynesian central bankers should validate core inflation», por W. H. Buiter, abril 2006.
- 610 «Real-time model uncertainty in the United States: the Fed from 1996-2003», por R. J. Tetlow y B. Ironside, abril 2006.
- 611 «Monetary policy, determinacy, and learnability in the open economy», por J. Bullard y E. Schaling, abril 2006.
- 612 «Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model», por S. Schmitt-Grohé y M. Uribe, abril 2006.
- 613 «Welfare-based monetary policy rules in an estimated DSGE model of the US economy», por M. Juillard, P. Karam, D. Laxton y P. Pesenti, abril 2006.
- 614 «Expenditure switching vs. real exchange rate stabilization: competing objectives for exchange rate policy», por M. B. Devereux y C. Engel, abril 2006.
- 615 «Quantitative goals for monetary policy», por A. Fatás, I. Mihov y A. K. Rose, abril 2006.
- 616 «Global financial transmission of monetary policy shocks», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, abril 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» («Blue Book»), 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 amend IAS 39 – The fair value option», abril 2005.
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.

«Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.

«TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.

«The new EU Member States: convergence and stability», mayo 2005.

«Financial Stability Review», junio 2005.

«Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.

«Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.

«Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.

«Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.

«Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.

«Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.

«Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), 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» («B.O.P. Book»), 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.

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006.

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006.

«Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006.

«Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006.

«National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.
«ECB statistics: an overview», abril 2006.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The current TARGET system», agosto 2005.
«TARGET2 – innovation and transformation», agosto 2005.
«The euro area at a glance», agosto 2005.
«ECB statistics: a brief overview», 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.