



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

BCE ECB EZB EKT EKP

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

BOLETÍN MENSUAL
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO



En el año 2005,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 5 euros.

BOLETÍN MENSUAL ENERO 2006

*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 11 de enero de 2006.*

*Este Boletín ha sido editado, traducido e
impreso por el Banco de España a partir
de la versión en inglés producida por el
Banco Central Europeo.*

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	17
Precios y costes	34
Producto, demanda y mercado de trabajo	42
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	51
Recuadros	
1 Factores a los que es atribuible el alza de precios del petróleo	14
2 Opciones sobre acciones, recompra de acciones y sus efectos en los mercados de renta variable: evidencia de Estados Unidos	31
3 Evaluación de la fiabilidad del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat	39
4 Los programas nacionales de reforma de los países de la zona del euro para el período 2005-2008 elaborados de conformidad con la estrategia de Lisboa	42
5 Algunos factores específicos de países determinantes de la evolución reciente del empleo en la zona del euro	48
ARTÍCULOS	
Previsibilidad de la política monetaria del BCE	57
<i>Hedge funds</i> : Evolución e implicaciones	69
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
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>)
HWHA	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 12 de enero 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, tras la subida de veinticinco puntos básicos del 1 de diciembre de 2005. La información obtenida a partir de esa fecha corrobora la valoración de que era necesario un ajuste de la orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria. Sigue siendo esencial mantener las expectativas de inflación a medio y largo plazo de la zona del euro firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. El mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo constituye el principio rector del BCE, y el Consejo de Gobierno lo aplicará sistemáticamente al analizar nuevos datos, valorarlos y adoptar decisiones. En un contexto en el que los tipos de interés continúan en niveles históricamente bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, y se mantiene la orientación acomodaticia de la política monetaria, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores relacionados con los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, la información disponible confirma que, como se esperaba, el crecimiento del PIB real ha experimentado una mejora durante el segundo semestre del 2005. De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,6% en el tercer trimestre del 2005, frente al 0,4% del segundo trimestre. La desagregación de los datos del PIB del tercer trimestre ha confirmado una mayor contribución de la demanda interna. Asimismo, los últimos indicadores económicos y los datos de las encuestas más recientes respaldan la opinión de que, en líneas generales, la expansión de la actividad económica mantuvo su impulso durante el cuarto trimestre del 2005 y que esta dinámica continuará durante los primeros meses del 2006, pese a la influencia de los elevados precios del petróleo.

A más largo plazo, se siguen dando las condiciones para un crecimiento sostenido de la actividad económica, en consonancia con las proyecciones de los expertos del Eurosistema y otras previsiones publicadas. En el entorno exterior, la continuada fortaleza de la demanda mundial debería favorecer las exportaciones de la zona del euro y, en el ámbito interno, la inversión debería seguir beneficiándose del mantenimiento de las favorables condiciones de financiación, del vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales y de las mejoras de la eficiencia empresarial. El consumo debería crecer de forma gradual, en consonancia con la evolución esperada de la renta disponible.

Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico siguen apuntando a la baja y están relacionados con la volatilidad y el elevado nivel de los precios del petróleo, con la preocupación acerca de los desequilibrios mundiales y con el grado de confianza de los consumidores de la zona del euro, si bien este último aspecto está mejorando.

En lo que concierne 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 2,2% en diciembre, frente al 2,3% registrado en noviembre y al 2,5% en octubre. Este descenso fue resultado de cierta relajación de las tensiones observadas anteriormente en los mercados del petróleo y de la gasolina. Pese a ello, se espera que las tasas de inflación interanuales medidas por el IAPC se mantengan en niveles elevados a corto plazo, debido principalmente a las últimas subidas de los precios del petróleo y a diversos efectos de base adversos. A más largo plazo, es posible que los efectos indirectos de anteriores subidas de los precios del petróleo sobre otros componentes del índice de precios se materialicen de forma gradual, y cabe esperar que las modificaciones anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos ejerzan una influencia al alza. Al mismo tiempo, los incrementos salariales han seguido siendo moderados durante los últimos trimestres. En resumen, la información publicada continua siendo coherente con el escenario para la evolución de los precios presentado en las proyecciones elaboradas por los expertos en diciembre.

Los riesgos para este escenario siguen apuntando al alza e incluyen nuevas subidas de los precios del petróleo y aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como —lo que es más importante— los efectos secundarios que pudieran derivarse de la fijación de precios y salarios. Por tanto, resulta crucial que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades en el contexto de un entorno económico más favorable.

En cuanto al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se moderó ligeramente en noviembre, aunque mantuvo su vigor, debido principalmente a la influencia positiva de los bajos tipos de interés vigentes. El fuerte crecimiento de M3 sigue estando impulsado por la considerable contribución de sus componentes más líquidos. El aumento de los préstamos concedidos al sector privado —y, en concreto, de los préstamos hipotecarios— se ha intensificado durante los últimos meses, a partir de tasas de crecimiento ya elevadas. En este contexto, es necesario realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios en los mercados inmobiliarios. La liquidez en la zona del euro sigue siendo holgada de acuerdo con todos los indicadores fiables. El intenso crecimiento monetario y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez en la zona del euro apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, el análisis económico sugiere que los efectos indirectos de las recientes subidas de los precios del petróleo ejercerán alguna influencia alcista sobre la inflación medida por el IAPC, aparte de las modificaciones ya anunciadas de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Este análisis también indica que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. El contraste del análisis económico con el monetario confirma esta valoración. Es imprescindible que esos riesgos no afecten a las expectativas de inflación a medio plazo, que han de permanecer firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con ello, la política monetaria puede contribuir de manera efectiva al crecimiento económico sostenible y a la creación de empleo. En consecuencia, el Conse-

jo de Gobierno del BCE seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la mayoría de los países de la zona del euro han presentado sus programas de estabilidad actualizados, en los que se incluyen sus planes presupuestarios a medio plazo. La evaluación de estos programas que el Consejo ECOFIN realizará próximamente y su posterior puesta en práctica ofrecen una oportunidad para reafirmar el compromiso con las políticas fiscales adecuadas y con la aplicación rigurosa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que repercutiría muy positivamente sobre la confianza. Este efecto posiblemente sea considerable si recibe el impulso de medidas de saneamiento creíbles y claramente definidas, de un compromiso con la contención del gasto y de la inclusión de medidas fiscales en un programa de reformas integral y favorable al crecimiento.

Respecto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las conclusiones del Consejo ECOFIN del 6 de diciembre de 2005 en relación con los Programas Nacionales de Reforma elaborados en el contexto de la agenda de Lisboa y la respuesta que se propone a los desafíos que plantea la globalización. En efecto, el proceso de integración económica y financiera internacional, que se caracteriza por el fuerte crecimiento de los intercambios comerciales y de los flujos de capital, ha sido uno de los factores determinantes del aumento de la prosperidad en Europa durante las últimas décadas. La actual transformación de la economía mundial, que es reflejo de los avances tecnológicos y del acceso de nuevas economías al mercado mundial, ofrece también importantes oportunidades en términos de mejora del nivel de vida. Para que estas oportunidades lleguen a materializarse, una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos sería especialmente beneficiosa para Europa, a fin de acelerar la transición necesaria desde actividades en declive hacia actividades en auge y de minimizar los costes del ajuste. Europa también se beneficiaría considerablemente de un entorno empresarial más incentivador, que fomente la capacidad de in-

novar, de invertir y de crear nuevas empresas. Asimismo, un mercado interior de la UE plenamente operativo, incluido el de servicios, brinda grandes oportunidades. Las iniciativas adoptadas para reactivar la estrategia de Lisboa constituyen un paso adelante en la dirección adecuada.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero examina los principales aspectos conceptuales relativos a la previsibilidad

de la política monetaria del BCE y analiza cómo una estrategia de política monetaria transparente y una comunicación constante han permitido al BCE lograr un elevado nivel de previsibilidad general. El segundo describe las principales características del sector de los *hedge funds*, prestando especial atención a la dimensión europea, y presenta una panorámica de la evolución reciente del sector y del debate sobre regulación que está teniendo lugar actualmente.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

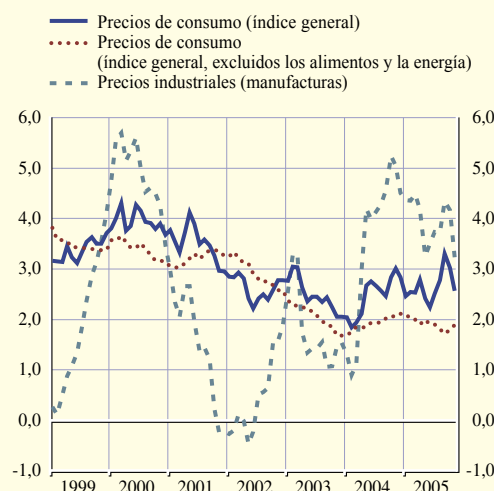
La economía mundial continúa su expansión a un ritmo relativamente vigoroso, observándose una actividad particularmente intensa en Estados Unidos y Asia. A finales del 2005, la inflación medida por los precios de consumo se redujo en varios países. En general, las perspectivas del entorno exterior y de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo favorables.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo relativamente vigoroso, observándose una actividad particularmente intensa en Estados Unidos y Asia. Los datos procedentes de las encuestas indican que, por el momento, la actividad económica mundial está siendo respaldada, especialmente, por el sector servicios, si bien se aprecia una renovada moderación en el sector manufacturero de algunos países, sobre todo, en Estados Unidos. Debido, en parte, al descenso de los precios del petróleo tras la subida provocada por los huracanes en Estados Unidos, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en varios países a finales del 2005 (véase gráfico 1). En lo que respecta a los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC bajó al 2,6% en noviembre, tras registrar un máximo del 3,3% en noviembre. No obstante, si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación se incrementó ligeramente, hasta el 1,9%, en noviembre.

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, la actividad económica registró una sólida expansión en el tercer trimestre. El crecimiento del PIB real aumentó hasta un 4,1% en tasa anualizada, frente al 3,3% observado en el segundo trimestre. El consumo personal, la inversión empresarial en bienes de equipo y el gasto del gobierno federal fueron los factores que más contribuyeron a este incremento. Como consecuencia de una desaceleración de las exportaciones reales y del retorno a un crecimiento positivo de las importaciones reales, la contribución de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa.

A juzgar por los indicadores de actividad más recientes, el ritmo de expansión económica sigue siendo vigoroso. Los últimos datos disponibles indican que la producción industrial se ha recuperado totalmente tras las pérdidas sufridas como consecuencia de los huracanes. De la misma manera, la actividad en el sector manufacturero continúa siendo bastante dinámica, aunque recientemente podría haber registrado una ligera desaceleración. La situación del empleo parece estar mejorando de forma bastante constante, tras un breve periodo de debilidad, debido principalmente a la destrucción de empleo en las regiones afectadas por los huracanes.

El gasto en consumo privado siguió creciendo rápidamente, debido en parte a la mejora de la situación del empleo, mientras que la inversión privada en capital fijo, especialmente en bienes de equipo y software también siguió siendo sólida. La inflación general se redujo de nuevo en tasa interanual hasta el

3,5% en noviembre, como consecuencia de una acusada caída de los precios de la energía, mientras que la inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en un 2,1%, como en octubre.

Las perspectivas de crecimiento del PIB real siguen siendo positivas, aunque se observan indicios de que el vigoroso ritmo de actividad económica experimentó una desaceleración hacia finales del 2005. Concretamente, la subida de los tipos de interés y una posible moderación de los precios de la vivienda podrían frenar el gasto en consumo privado en el contexto de un alto endeudamiento de los hogares y de tasas de ahorro privado negativas. Dado que las expectativas de inflación siguen estando contenidas, es probable que las presiones de precios continúen remitiendo, siempre y cuando la creciente utilización de los recursos no dé lugar a un repunte de los salarios y a una aceleración de los costes laborales unitarios.

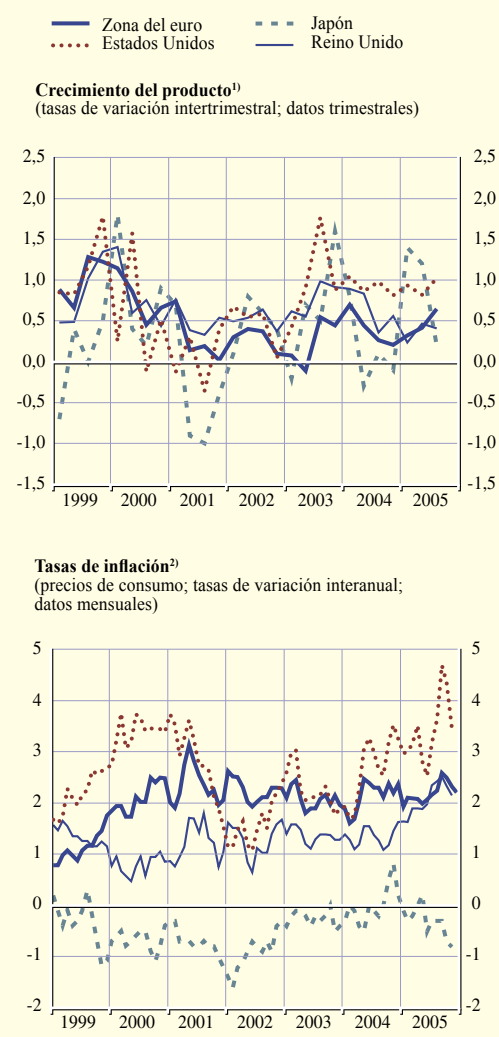
Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió el 13 de diciembre elevar, por decimotercera vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%. Además, en el comunicado emitido al término de la reunión, se mencionaba que «el Comité estima que es probable que se necesite seguir ajustando al alza de forma moderada la política monetaria, a fin de mantener en general equilibrados los riesgos para la consecución de un crecimiento económico sostenible y la estabilidad de precios».

JAPÓN

En Japón, la economía mantiene su trayectoria de gradual recuperación en un contexto de reducción de la deflación de precios de consumo. No obstante, los datos revisados de las cuentas nacionales confirman que el crecimiento de la actividad económica fue más bien débil en el tercer trimestre del 2005, con un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,2%. Esta cifra representa una revisión a la baja con respecto a la estimación inicial (0,4% en tasa intertrimestral) y ha estado determinada en gran medida por la menor contribución del gasto público y las existencias del sector privado al crecimiento del PIB.

No obstante, más recientemente la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a diciembre del 2005 mostró una nueva mejora en la evaluación de la coyuntura económica por parte de las empre-

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.

sas japonesas. Aunque relativamente pequeña, esta mejora fue bastante generalizada en todos los sectores y empresas independientemente de su tamaño. Concretamente, ha aumentado el porcentaje neto de grandes empresas que evalúan favorablemente la situación económica, lo cual es un signo positivo dado que, históricamente, su evaluación de la coyuntura ha sido un indicio fiable de la situación del ciclo económico en general.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, se tornó ligeramente positiva (+0,1%) en noviembre por primera vez en los dos últimos años. Sin embargo, el IPC general siguió bajando (-0,8% en tasa interanual) durante el mismo período. Se espera que los precios de consumo repunten en los próximos meses a medida que remitan las presiones deflacionistas.

En su reunión de 16 de diciembre de 2006, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor en un intervalo de 30 a 35 billones de yenes. Al mismo tiempo reiteró que, cuando se estime que la demanda de liquidez es excepcionalmente baja, debido a factores técnicos, podría permitirse una reducción de dichos saldos por debajo del umbral inferior del intervalo establecido como objetivo.

REINO UNIDO

En comparación con el año 2004, la actividad económica en el Reino Unido en el 2005 siguió siendo relativamente débil: en los tres primeros trimestres del año la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó entre el 0,3% y el 0,5%. El consumo de los hogares registró una moderada aceleración en el tercer trimestre y las ventas del comercio al por menor crecieron a un ritmo vigoroso en octubre y noviembre. Sin embargo, la inversión empresarial en el tercer trimestre fue débil en comparación con el trimestre anterior, mientras que el crecimiento sostenido de las importaciones y una contracción de las exportaciones hicieron que la contribución de la demanda exterior neta al PIB fuese negativa. De cara al futuro, es probable que la actividad económica vuelva a cobrar impulso, aunque el ritmo de la recuperación sigue siendo incierto.

En noviembre, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo por segundo mes consecutivo hasta el 2,1%. Esta reducción vino determinada, principalmente, por una caída de los precios de los combustibles y lubricantes. Además, tras un prolongado período de moderación de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales, se observan algunos indicios de que el mercado de la vivienda se ha vuelto a fortalecer.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto repuntó o siguió siendo vigoroso en el tercer trimestre, y las perspectivas económicas continúan siendo favorables. En general, la inflación medida por el IAPC descendió ligeramente en noviembre, al atenuarse las presiones derivadas de los precios de la energía.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real volvió a aumentar hasta el 1,4% y el 1%, respectivamente, en el tercer trimestre del 2005. La composición del crecimiento del producto parece estar bien equilibrada en ambos países, y tanto la demanda interna como la demanda exterior neta contribuyen al crecimiento. A pesar de la subida de los precios de importación, la inflación siguió siendo moderada en estos dos países, como consecuencia de la intensa competencia en el sector del comercio al por menor, de la moderación de los aumentos salariales y del fuerte crecimiento de la productividad. La inflación interanual, medida por el IAPC, se mantuvo en noviembre en el 1,9% en Dinamarca, pero repuntó ligeramente hasta el 1,2% en Suecia.

En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE, el crecimiento del producto siguió siendo vigoroso en el tercer trimestre, impulsado principalmente por la favorable evolución de las exportaciones y por una mejora gradual de la demanda interna. En la República Checa, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,9%, gracias, en particular, a la favorable evolución observada en el sector exterior. En Hungría, el crecimiento del PIB real fue del 4,4% en tasa interanual, estimulado sobre todo por la inversión, mientras que, en Polonia, el crecimiento interanual del PIB aumentó hasta el 3,7%, debido, en gran medida, a las mejoras de la demanda interna. En la República Checa y en Polonia, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo en noviembre hasta el 2,2% y el 1,1%, respectivamente, como consecuencia en parte de la positiva evolución de los precios de los alimentos y del menor aumento de los precios de la energía. En Hungría, sin embargo, se incrementó ligeramente hasta el 3,3%, impulsada por las subidas de los precios de los alimentos y los servicios.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, el crecimiento económico seguía siendo vigoroso a finales del 2005. El crecimiento de las exportaciones ha registrado un nuevo impulso al alza en la mayoría de las principales economías de la región, salvo en China. Al mismo tiempo, la demanda interna ha proseguido su expansión sostenida en casi todos los países, a pesar de los elevados precios del petróleo y del endurecimiento de la política monetaria. En noviembre, las presiones inflacionistas eran, en general, bastante moderadas en la región.

En China, la economía mantiene su rápida expansión, impulsada cada vez más por la demanda interna, mientras que las exportaciones han experimentado una desaceleración. En noviembre, las ventas del comercio al por menor y la inversión en activos fijos urbanos creció alrededor de un 12% y un 29%, respectivamente, en tasa interanual. Tanto en noviembre como en diciembre, se redujo el crecimiento interanual de las exportaciones, que se situó por debajo del 20% por primera vez en casi dos años. En el 2005, el superávit comercial alcanzó un nivel récord de unos 102 mm de dólares estadounidenses. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas: la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó ligeramente hasta el 1,3% en noviembre. El 20 de diciembre de 2005, tras realizarse la primera encuesta económica completa a nivel nacional, el Instituto Nacional de Estadística de China revisó al alza el PIB nominal correspondiente al año 2004 en 2,3 billones de yuanes, o lo que es lo mismo, un 16,8% de la cifra declarada anteriormente. Esta revisión fue motivada, sobre todo, por la mejora en la medición del sector servicios, que resultó ser casi un 50% mayor de lo calculado previamente.

Las perspectivas económicas de Asia, excluido Japón, siguen siendo favorables, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna y una revitalización sostenida del crecimiento de las exportaciones. Los elevados precios del petróleo y las consiguientes presiones sobre la inflación general siguen constituyendo un riesgo a la baja para las favorables perspectivas de la región.

AMÉRICA LATINA

Si bien las perspectivas de América Latina en su conjunto son, en general, positivas, parece haber una mayor diferenciación en el ritmo de actividad económica entre los diferentes países. En Brasil, el PIB real se redujo en el tercer trimestre un 1,2% en tasa intertrimestral, lo que representa la primera contracción del PIB en dos años en un contexto de moderación de la actividad industrial. A mediados de diciembre, el banco central rebajó el principal tipo de interés de referencia en otros 50 puntos básicos hasta situarlo en el 18%. Por el contrario, en México el crecimiento del PIB real ha sido más bien vigoroso, a una tasa interanual del 3,3% en el tercer trimestre del 2005, en parte como resultado de la fortaleza del consumo y de la demanda de inversión. En diciembre, el Banco de México también rebajó los tipos de interés en otros 50 puntos básicos, hasta el 8,25%. Finalmente, en Argentina se mantuvo el fuerte impulso económico y, en el tercer trimestre del 2005, el PIB real creció a una tasa interanual del 9,2%. Se aprecian algunos indicios de que esta tendencia se ha mantenido también a partir de entonces, habiéndose incrementado la

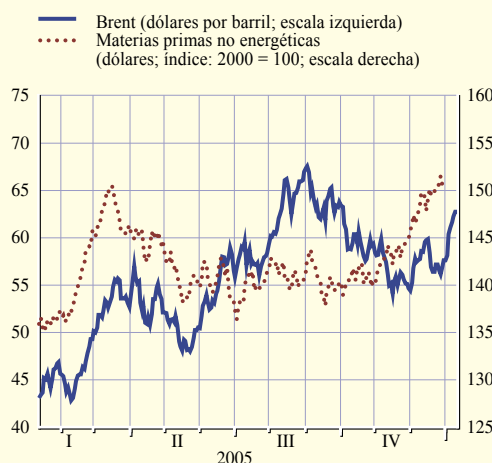
producción industrial entre un 9% y un 10%, en tasa interanual, tanto en octubre como en noviembre. En general, las perspectivas de la región continúan siendo favorables y se espera que el gradual fortalecimiento de la demanda interna compense la moderación prevista de la demanda externa.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo repuntaron en diciembre y a principios de enero, alcanzando el barril de Brent el precio de 62,2 dólares estadounidenses el 11 de enero de 2006. Actualmente, el precio del Brent se sitúa sólo en torno a un 8% por debajo de los máximos registrados inmediatamente después de que los huracanes asolaran la región estadounidense del Golfo de México a principios de septiembre del 2005. Dado el carácter transitorio de la relativa debilidad de la demanda en el segundo semestre del pasado año, la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda de crudo repunte en el 2006 y siga respaldando los precios. La oferta mundial de petróleo se incrementó considerablemente en octubre y noviembre, impulsada por una recuperación parcial de la producción estadounidense. Al mismo tiempo, aumentó también, aunque sólo ligeramente, la producción de crudo de la OPEP. En la reunión celebrada el 12 de diciembre de 2005, los delegados de la OPEP expresaron su satisfacción por el precio actual del crudo y por el equilibrio entre oferta y demanda, y por consiguiente, decidieron no modificar las cuotas de producción. En el comunicado final se afirmaba que el tope de 28 millones de barriles al día, acordado en junio del 2005, «será adecuado para equilibrar el mercado durante el primer trimestre del año». No obstante, se mencionaba también que, en vista de las perspectivas de la oferta y la demanda para el segundo y el tercer trimestres del 2006, cuando la demanda sea estacionalmente más baja, la OPEP podría considerar la posibilidad de reducir la producción en un futuro próximo. A principios de enero, la inquietud suscitada respecto a la fiabilidad del suministro de gas de Rusia a Europa ha ejercido, quizá de forma sólo transitoria, una presión al alza adicional sobre los precios del crudo. Es seguro que, como consecuencia de la limitada capacidad excedente a lo largo de todo el proceso de producción y, por lo tanto, de la elevada sensibilidad ante posibles cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, los precios del crudo seguirán siendo relativamente altos y volátiles a corto plazo (véase el recuadro 1 titulado «Factores a los que es atribuible el alza de precios del petróleo»).

Tras mantenerse, en general, estables durante los seis meses anteriores, los precios de las materias primas no energéticas subieron en noviembre y diciembre al incrementarse tanto los precios de las materias primas industriales como los de los alimentos. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en diciembre aproximadamente un 15% por encima del nivel observado un año antes.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

Recuadro I

FACTORES A LOS QUE ES ATRIBUIBLE EL ALZA DE PRECIOS DEL PETRÓLEO

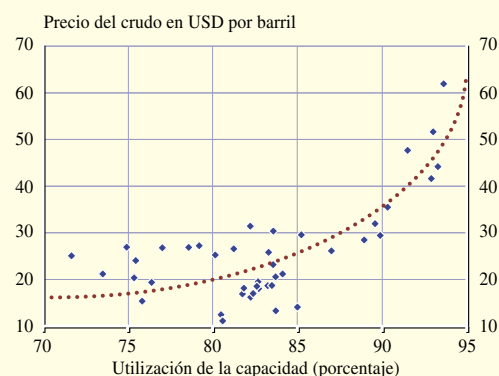
Los precios del petróleo han registrado una acusada subida desde comienzos del año 2004, como consecuencia del aumento de las tensiones en los mercados de crudo, que se han tornado muy sensibles a las perturbaciones. El precio del barril de Brent (que se utiliza como referencia) aumentó de unos 30 dólares estadounidenses en enero del 2004 hasta un máximo histórico de 67,5 dólares en septiembre del 2005. Desde entonces, sólo ha bajado ligeramente, y el 11 de enero de 2006, se situaba en 62,2 dólares. Esta fuerte subida de los precios del crudo es atribuible, en gran medida, a la reducción de la capacidad excedente de producción y a la aparición de desajustes a lo largo del proceso de producción tras el fortalecimiento imprevisto de la demanda. En este recuadro se subraya que, en este contexto, algunas de las relaciones históricas entre las variables fundamentales del mercado de crudo (es decir, oferta, demanda, existencias, capacidad) y los precios parecen haber cambiado desde el año 2004.

En particular, la reciente subida de los precios del crudo parece reflejar la falta de linealidad en la relación entre los precios y las cantidades suministradas al mercado. De hecho, los incrementos marginales en los volúmenes de petróleo producido y consumido se asocian ahora a subidas de mayor magnitud en los precios correspondientes, ya que las capacidades de producción están llegando a su límite. Dado que suelen tardarse años en aumentar la capacidad de extracción y refino, el precio del crudo se ha tornado más sensible a la cantidad suministrada a medida que se acerca a la capacidad de producción.

La capacidad excedente de la OPEP sirve de amortiguador para hacer frente a perturbaciones imprevistas en la oferta o aumentos imprevistos de la demanda. Como se indica en el gráfico A, la pendiente de la relación entre la utilización de la capacidad de producción de la OPEP y los precios del petróleo tiende a hacerse mucho más pronunciada a medida que la tasa de utilización se aproxima al 100%. La fortaleza imprevista de

Gráfico A Utilización de la capacidad de la OPEP y precios del petróleo

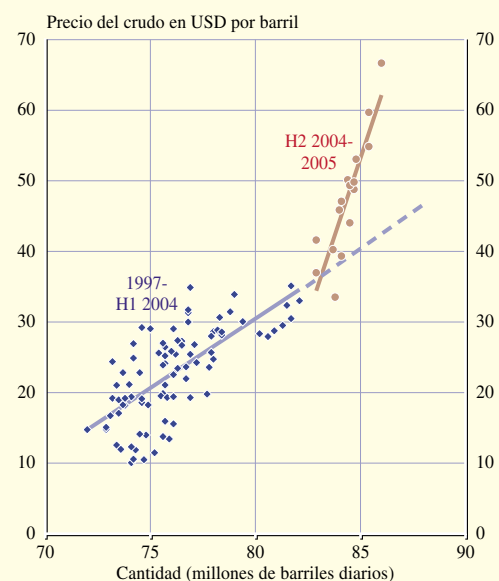
(datos trimestrales; I 1995 - III 2005)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico B Oferta total de petróleo y precios

(datos mensuales; enero 1997 a octubre 2005)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

la demanda, que en el año 2004 registró el ritmo de crecimiento más rápido de los 30 últimos años, erosionó la capacidad excedente a lo largo de todo el proceso de producción, ya que las inversiones de las compañías petroleras se habían basado en proyecciones de un ritmo «normal» de crecimiento de la demanda.

Cuando se representan gráficamente las cantidades totales de petróleo suministrado frente a los precios correspondientes (véase gráfico B), el período 1997-2005 puede dividirse en dos submuestras: desde 1997 hasta el primer semestre del 2004, y desde el segundo semestre del 2004 hasta septiembre del 2005. La pendiente de la línea de interpolación de la submuestra más reciente se ha acentuado significativamente en comparación con el pasado, lo cual es coherente con la hipótesis de que las limitaciones de la capacidad en la industria petrolera han dado lugar a la aparición de no linealidades en las relaciones entre cantidad y precios.

Además, la fortaleza imprevista de la demanda ha reducido no sólo la capacidad excedente de producción, sino también la capacidad no utilizada de refino. Por consiguiente, se ha reducido también la flexibilidad de la industria petrolera para refinar alternativamente diferentes tipos de crudo y, desde mediados del 2004, se ha incrementado de forma acusada (véase gráfico C) la prima sobre el crudo de tipo ligero y con bajo contenido de azufre (por ejemplo, el Brent) en comparación con el de tipo pesado y con alto contenido de azufre (por ejemplo, Dubai).

La ruptura de la relación entre existencias y precios de petróleo ilustra también el cambio en el funcionamiento de los mercados de crudo. Hasta el año 2004, la subida de los precios se asociaba, en general, a un menor nivel de existencias en poder de la industria, ya que cuanto más altos fueran los precios, mayor era el coste de mantener existencias de crudo. La relación históricamente negativa entre los niveles de existencias en poder de la industria petrolera y los precios del crudo se quebró a partir del año 2004. Podría ocurrir que la mayor inquietud respecto a la seguridad del abastecimiento de petróleo haya sido un incentivo para mantener niveles de existencias más elevados como reserva para hacer frente a posibles perturbaciones de la oferta, a pesar de la subida de los precios (véase gráfico D). En este contexto, esa subida podría haberse interpretado como una señal de futuros incrementos de los precios.

Gráfico C Prima del Brent sobre el Fateh de Dubai

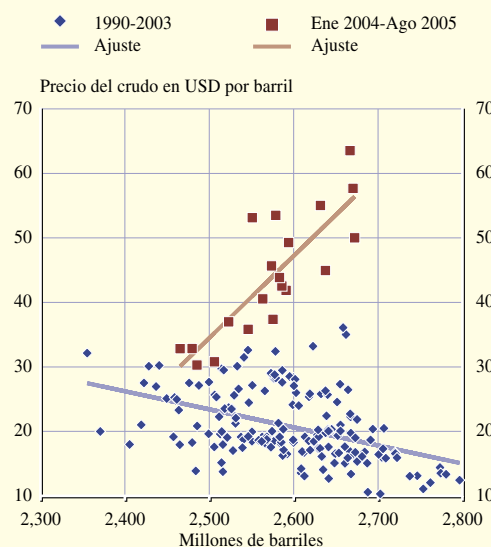
(USD por barril; datos diarios; media móvil de 30 días)



Fuentes: Bloomberg.

Gráfico D Existencias de petróleo en poder de la industria en la OCDE y precios del petróleo

(datos mensuales)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y Bloomberg.

Para que los mercados de crudo sean menos sensibles a las perturbaciones es necesario suavizar las limitaciones de capacidad que han surgido a lo largo de todo el proceso de producción de petróleo. Un incremento de las inversiones permitiría que la utilización de la capacidad volviera a situarse en niveles compatibles con un funcionamiento normal de los mercados de crudo. También deben promoverse iniciativas encaminadas a estimular una utilización más eficiente de los recursos energéticos¹.

¹ Véase también declaración de los ministros de Economía y Hacienda y de los gobernadores de los bancos centrales del G7, Londres, 2-3 de diciembre de 2005, y la conferencia de prensa de la reunión del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros, Bruselas, 6 de diciembre de 2005.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, 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 y de los beneficios deberían seguir respaldando el gasto en inversión de las empresas. A estas alentadoras perspectivas contribuye el hecho de que la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE haya vuelto a aumentar en noviembre, por séptimo mes consecutivo. El renovado incremento de los precios del crudo en respuesta a la inquietud suscitada respecto a la fiabilidad del suministro de energía de Rusia pone de relieve el riesgo permanente que, para la economía mundial, representan los mercados de petróleo. Además, la persistencia de desequilibrios macroeconómicos a nivel internacional sigue siendo un riesgo importante para la economía mundial.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Aunque el crecimiento de M3 continuó siendo intenso, registrando una tasa interanual del 7,6%, volvió a moderarse ligeramente en noviembre del 2005, a medida que las señales detectadas en octubre de reanudación del cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera pasaron a ser más evidentes. Con todo, la evolución monetaria y del crédito se mantuvo sólida, y los reducidos tipos de interés vigentes siguieron siendo el principal factor impulsor de la expansión monetaria. El actual dinamismo en el crecimiento del dinero y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez apunta a un aumento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, esta trayectoria conlleva la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que surjan desajustes de precios.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

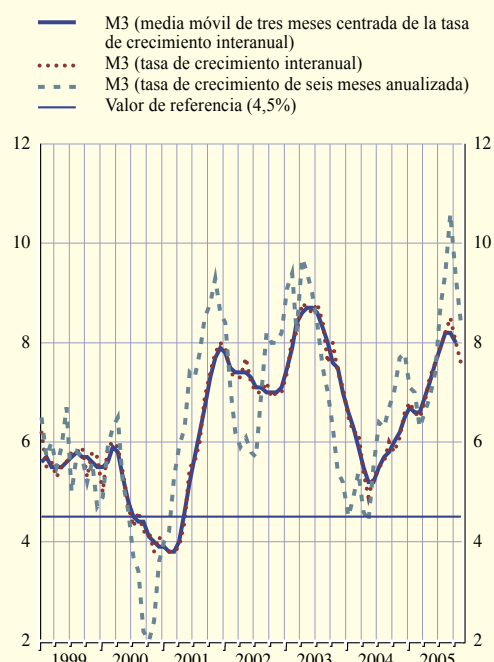
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 7,6% en noviembre del 2005, desde el 8% de octubre. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 8% en el período comprendido entre septiembre y noviembre del 2005, frente al 8,2% del período transcurrido entre agosto y octubre. La caída de la tasa de crecimiento interanual en noviembre es consecuencia de que en dos meses consecutivos se registraron tasas de crecimiento intermensual moderadas, tras una sucesión de incrementos mensuales relativamente intensos en el verano. Por consiguiente, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, que en septiembre alcanzó su nivel más elevado desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, se redujo de nuevo en noviembre, aunque se mantuvo por encima de la tasa de crecimiento interanual (véase gráfico 4).

Los datos de noviembre sugieren que los reducidos tipos de interés vigentes han continuado siendo el principal factor impulsor del vigoroso crecimiento de M3. Esta opinión resulta confirmada por la persistente y destacada contribución a la tasa de crecimiento interanual de M3 de los componentes más líquidos de este agregado incluidos en el agregado monetario estrecho M1, y por el nuevo incremento de la intensa demanda de préstamos de las IFM por parte del sector privado. Al mismo tiempo, esta evolución, reflejo de un posible cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera observado por última vez en el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004, causó un efecto moderador en el crecimiento de M3¹. Las señales de reanudación del citado cambio de signo, que ya se había detectado en octubre, pasaron a ser más evidentes con los datos más recientes disponibles.

Como consecuencia del intenso crecimiento de M3 en los últimos trimestres, la liquidez de la

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

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

zona del euro sigue siendo holgada, lo que supone un aumento de los riesgos para la estabilidad de precios de medio a más largo plazo, sobre todo si una parte considerable de esta liquidez se transformara en dinero para transacciones en un entorno de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real. Además, el acusado crecimiento monetario y del crédito en un contexto de abundante liquidez conlleva la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que surjan desajustes de precios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El moderado descenso de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado en noviembre fue generalizado en todos sus componentes. En cuanto a M1, aunque este agregado siguió creciendo a un ritmo vigoroso, las tasas de crecimiento interanual del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista se redujeron en noviembre. No obstante, M1 continuó representando la mayor contribución al nivel de crecimiento interanual de M3. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista prácticamente no se modificó en noviembre (véase cuadro 1). Es probable que la actual intensidad de la demanda de depósitos a corto plazo sea consecuencia del reducido coste de oportunidad de mantener estos activos, en un entorno de reducidos tipos de interés.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se redujo ligeramente en noviembre, principalmente como consecuencia de una caída de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario. La moderación de la tasa de crecimiento de estas participaciones, activos que los hogares y las empresas mantienen con el fin de «aparcar» liquidez en épocas de mayor incertidumbre, confirma la opinión de que el cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera puede haber recuperado cierto impulso en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que el sector privado mantiene en las IFM (excluido el Eurosistema), la mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor, descendió de nuevo en noviembre. Tras haber aumentado considerablemente desde mediados del 2004, la contribución a la evolución de M3 de

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					
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Oct	2005 Nov
M1	48,2	9,3	9,6	9,8	11,3	11,2	10,6
Efectivo en circulación	7,4	19,1	18,0	17,3	16,0	15,3	14,6
Depósitos a la vista	40,8	7,7	8,2	8,5	10,4	10,4	9,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,6	3,5	4,5	5,0	5,5	6,0	5,9
Depósitos a plazo hasta dos años	15,5	-2,4	0,5	2,6	4,5	6,1	6,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	22,0	7,4	7,1	6,6	6,0	5,7	5,2
M2	85,7	6,4	7,1	7,5	8,5	8,6	8,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	3,9	4,0	4,4	5,6	4,0	3,5
M3	100,0	6,1	6,7	7,1	8,0	8,0	7,6
Crédito a residentes en la zona del euro		6,0	6,5	6,6	7,0	7,8	8,1
Crédito a las Administraciones Públicas		3,7	3,4	2,2	1,2	1,9	3,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		0,4	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,2
Crédito al sector privado		6,7	7,3	7,8	8,6	9,3	9,4
Préstamos al sector privado		6,9	7,3	7,6	8,4	8,9	9,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,9	9,5	9,7	10,0	9,7	9,4

Fuente: BCE.

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

esta agregación de activos procedentes de intermediarios financieros distintos de las IFM se redujo en octubre y noviembre. En cambio, continuó la tendencia al alza registrada en la contribución correspondiente a las sociedades no financieras.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado tendió de nuevo al alza y se situó en el 9% en noviembre, frente al 8,9% de octubre. El persistente y pronunciado crecimiento de los préstamos de las IFM fue generalizado en todos los sectores, como consecuencia del impacto positivo de los reducidos tipos de interés y, posiblemente, también de un aumento de la confianza en algunos sectores de la economía.

Los préstamos de las IFM a los hogares siguieron estando impulsados, fundamentalmente, por el dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 11,2% en noviembre, frente al 10,9% de octubre (véase cuadro 2). El acusado endeudamiento para adquisición de vivienda refleja el entorno de reducidos tipos de interés hipotecarios en la zona del euro en su conjunto, así como la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. Además, el crédito al consumo continuó incrementándose, y alcanzó una tasa interanual del 8% en noviembre. El crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que se ha fortalecido desde principios del 2004, volvió a aumentar en noviembre, debido a la mayor demanda de préstamos a medio y largo plazo.

En noviembre, los dos componentes principales del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro se fortalecieron de nuevo. La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas aumentó considerablemente, favorecida por la demanda de valores distintos de acciones, y el crecimiento del crédito al sector privado se mantuvo intenso.

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), descendió ligeramente, hasta el 9,4%, en noviembre, frente al 9,7% de octubre, aunque se mantuvo elevada. La intensidad de la demanda de esta clase de activos es evidente en la evolución tanto de los valores distintos de acciones a más de dos años como de los

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					
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Oct	2005 Nov
Sociedades no financieras	41,1	5,1	5,7	6,1	6,9	7,3	7,5
Hasta un año	30,6	1,6	3,2	4,6	5,8	5,9	5,2
De uno a cinco años	17,4	5,8	6,7	6,4	6,3	7,4	7,7
Más de cinco años	52,0	7,0	6,9	7,0	7,9	8,1	8,8
Hogares²⁾	50,5	7,9	8,1	8,2	8,6	9,0	9,2
Crédito al consumo ³⁾	13,2	6,2	6,4	6,7	6,8	7,7	8,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	69,3	9,9	10,1	10,2	10,7	10,9	11,2
Otras finalidades	17,4	1,9	2,2	2,1	2,2	3,1	3,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	14,4	23,0	14,4	16,5	24,0	37,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,5	10,2	10,6	11,4	15,7	15,6	12,9

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.

depósitos a plazo a más de dos años. La actual fortaleza de la demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM corrobora la opinión de que el sector tenedor de dinero de la zona del euro se siente inclinado a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo de la zona.

En noviembre, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se tornaron negativos por primera vez desde diciembre del 2001. Se registraron salidas netas por importe de 2 mm de euros en la zona del euro en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre, en comparación con unas entradas netas de 51 mm de euros en los meses del año transcurridos hasta octubre (véase gráfico 5). La caída de los flujos interanuales fue reflejo de las salidas netas mensuales que se han producido desde agosto del 2005. Según la evidencia más reciente, aunque los inversores extranjeros han sido los que más impulso han dado a la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, las inversiones de los residentes en la zona del euro en el extranjero parecen haber recobrado cierto ímpetu en los últimos meses.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés vigentes favorecieron el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado, que continuaron respaldando el intenso crecimiento de M3. Al mismo tiempo, la elevada demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y la evolución reciente de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM han contribuido a la moderación de la evolución monetaria.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

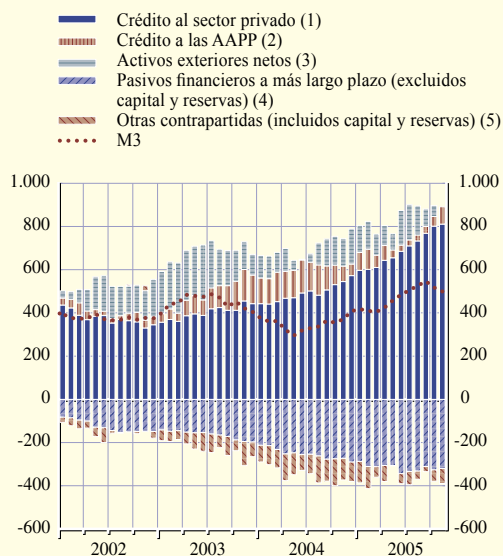
En octubre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo intensa. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se elevó levemente con respecto al reducido nivel observado en el mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM no registró variaciones y se mantuvo elevada. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó y permaneció en los altos niveles registrados desde julio del año pasado. Sin embargo, este elevado nivel se debió, en gran parte, a una revisión de datos estadísticos.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó ligeramente en octubre, y se situó en el 7,4%. Este aumento siguió estando impulsado, principalmente, por el pronunciado crecimiento de este tipo de valores a largo plazo, que fue

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 Oct	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Sep	2005 Oct
Valores distintos de acciones	10.160	7,2	7,6	7,7	7,6	7,3	7,4
IFM	4.087	9,9	10,1	9,8	10,0	9,4	9,4
Instituciones financieras no monetarias	852	9,9	11,6	17,2	19,3	20,6	21,0
Sociedades no financieras	627	3,1	2,9	4,6	2,2	2,8	3,9
Administraciones Públicas	4.594	5,3	5,5	4,9	4,5	4,2	4,1
De las cuales:							
Administración Central	4.321	4,8	5,1	4,5	4,0	3,8	3,6
Otras Administraciones Públicas	273	14,5	13,7	12,0	11,9	11,5	11,8
Acciones cotizadas	4.651	1,1	1,1	1,0	2,7	3,1	3,1
IFM	752	2,1	2,7	2,2	2,7	3,2	3,2
Instituciones financieras no monetarias	473	1,5	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3
Sociedades no financieras	3.426	0,8	0,8	0,7	2,9	3,3	3,3

Fuente: BCE.

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

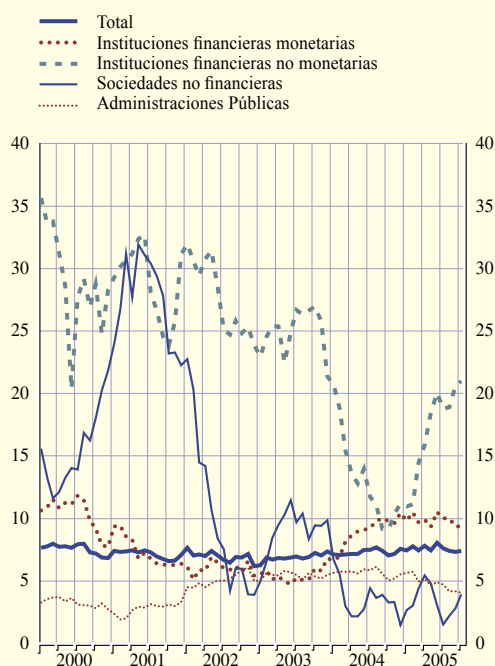
del 8%, aproximadamente, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por residentes en la zona continuó siendo relativamente reducida, el 2,4%, aunque por encima del nivel registrado en septiembre (véase cuadro 3). La relativamente pronunciada tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo se vio impulsada, fundamentalmente, por la elevada emisión a tipo de interés variable, mientras que la emisión de esta clase de valores a tipo de interés fijo fue más moderada.

Si se considera la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente en octubre, hasta el 3,9%, desde el 2,8% de septiembre, aunque se mantuvo relativamente reducida, en general, en comparación con los niveles observados en el 2003 (véase gráfico 6). Esta tendencia al alza queda confirmada por el análisis de los datos ajustados de efectos estacionales. La tasa de crecimiento de tres meses se incrementó considerablemente en octubre, y alcanzó el nivel más elevado desde abril del 2005. Esta evolución parece apuntar a un mayor recurso a este tipo de valores como forma de financiación por parte de las sociedades no financieras en el segundo semestre del 2005. No obstante, el crecimiento interanual, todavía relativamente reducido, parece estar relacionado con los efectos de sustitución de la financiación mediante préstamos, y con el comparativamente limitado número de fusiones y adquisiciones en las que han participado las sociedades no financieras en los últimos meses, si bien las adquisiciones se recuperaron de forma significativa, en líneas generales, en el 2005. En consonancia con la tendencia general, las sociedades no financieras aumentaron sus emisiones, en particular, de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable.

En octubre, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM no se modificó con respecto al mes precedente, y se situó en el 9,4%. Este intenso crecimiento fue resultado, fundamentalmente, de la persistente e intensa emisión de valores distintos de acciones a corto plazo y a largo plazo a tipo de interés variable, que representaron en torno al 56% del total de emisiones, mientras que la emisión a tipo de interés fijo se mantuvo moderada. El acusado crecimiento de la emisión de las IFM estuvo relacionado con las necesidades de financiación de estas instituciones, como consecuencia del acusado crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado y a cierta actividad de titulización de los préstamos hipotecarios.

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

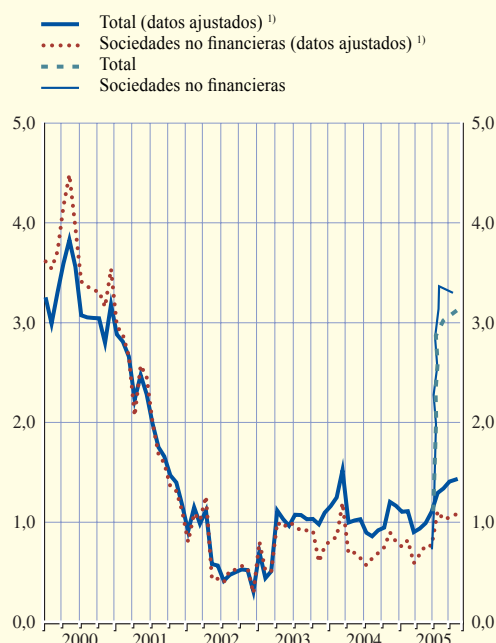
(tasas de crecimiento interanual)



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

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras. Para conocer las tasas de crecimiento interanual de otros sectores, véase el gráfico C17 de la sección «Estadísticas de la zona del euro».
1) Las series ajustadas no incluyen el efecto de una importante reestructuración empresarial en la que han participado una entidad residente en la zona del euro y una entidad no residente.

Las sociedades no financieras y las IFM también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa de manera indirecta. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por estas instituciones se incrementó ligeramente, hasta alcanzar el 21% en octubre (véase gráfico 6). Dentro de este sector, la tasa de crecimiento interanual fue especialmente elevada en lo que respecta a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, que se situó en el 41,6% en octubre.

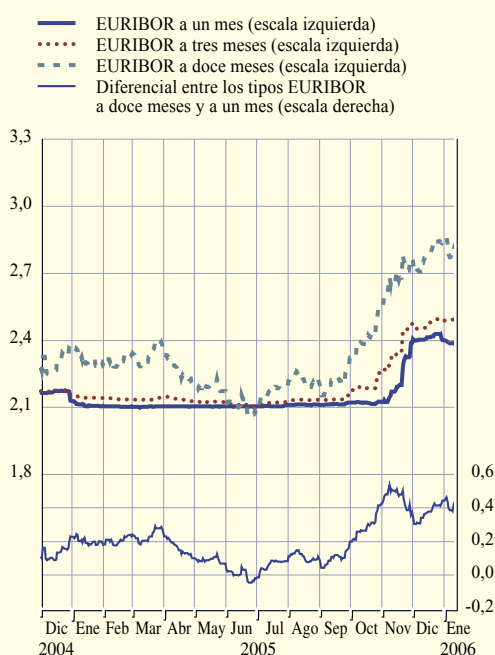
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas prácticamente no se modificó y fue del 4,1% en octubre.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no registró variaciones y fue del 3,1% en octubre. Si únicamente se consideran las acciones emitidas por las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual tampoco se modificó, y permaneció en el 3,3% (véase gráfico 7). No obstante, la tasa de crecimiento se ha revisado al alza desde julio del 2005, debido a una importante reestructuración empresarial en la que participaron una entidad residente en la zona del euro y otra no residente. Sin este efecto estadístico, la tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas sólo habría sido ligeramente superior a las tasas registradas en los últimos años, re-

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

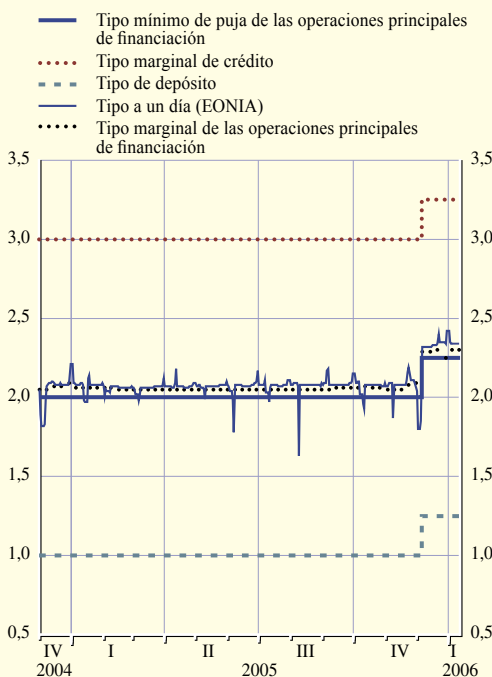
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

flejo del moderado recurso a esta modalidad de financiación por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre comienzos de diciembre del 2005 y principios de enero del 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes descendieron moderadamente, mientras que los tipos correspondientes a más largo plazo se incrementaron. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante ese período.

Los tipos de interés del mercado monetario a un mes cayeron 1 punto básico, mientras que los tipos a más largo plazo, a tres y doce meses, se elevaron 3 y 8 puntos básicos, respectivamente, en el período comprendido entre diciembre del 2005 y el 11 de enero de 2006, fecha en que los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 2,39%, el 2,50%, el 2,64% y el 2,83%, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el citado período. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 35 puntos básicos, a principios de diciembre, a 44 puntos básicos el 11 de enero.

El 11 de enero, los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2006 se situaron en el 2,7%, el 2,87% y el 2,99% respectivamente, lo que representa un incremento de 4 puntos básicos para los futuros con fecha de entrega

en marzo, de 7 puntos básicos para los de junio y de 13 puntos básicos para los de septiembre, con respecto a los niveles de principios de diciembre del 2005.

El 1 de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno acordó incrementar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, fijando el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 2,25% a partir del 6 de diciembre de 2005. Hacia el final del período de mantenimiento que finalizó el 5 de diciembre de 2005, el EONIA alcanzó valores próximos o inferiores al 2%, como consecuencia de las expectativas de los participantes en el mercado de que el período de mantenimiento terminara con una situación de liquidez abundante. El 5 de diciembre, a pesar de que se llevó a cabo una operación de ajuste que absorbió el exceso de liquidez, el EONIA cayó hasta el 1,85%, elevándose hasta el 2,32% al comienzo del nuevo período de mantenimiento, como reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés se mantuvieron en torno a este nivel hasta la semana de Navidad, en la que aumentaron ligeramente. El último día de negociación del año, el tipo a un día se incrementó hasta el 2,42%, como consecuencia del habitual efecto de fin de año. No obstante, la magnitud de este efecto fue muy moderada en comparación con años anteriores, lo que puede guardar relación con el hecho de que el BCE proporcionó abundante liquidez a las entidades de crédito en diciembre, al igual que en el 2004, con el fin de contrarrestar la incertidumbre en torno a la liquidez relacionada con el período vacacional.

En diciembre del 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementaron, como consecuencia de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE. Se proporcionó liquidez a un tipo de interés marginal del 2,29%-2,30% y a un tipo medio ponderado del 2,30%-2,31%, excepto en la subasta que se ejecutó en la semana de fin de año. Posteriormente, el tipo marginal cayó hasta el 2,25%, mientras que el tipo medio ponderado se elevó hasta el 2,42%, y el amplio diferencial entre ambos tipos fue reflejo de la mayor incertidumbre asociada al final del año. A principios de enero del 2006, el EONIA se ajustó lentamente a la baja, hasta situarse en niveles ligeramente por encima de los observados antes de Navidad, y se estabilizó en el 2,34%. En consecuencia, el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja aumentó ligeramente en comparación con el nivel de antes de Navidad.

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 1 de diciembre, los tipos de interés marginal y medio ponderado se incrementaron hasta el 2,40% y el 2,41%, respectivamente, esto es, 23 y 22 puntos básicos por encima de los tipos de la operación anterior, reflejando el aumento de los tipos de interés oficiales del BCE. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente esa fecha, los tipos de las subastas se redujeron 7 y 6 puntos básicos, respectivamente. En la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 22 de diciembre de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se elevaron hasta el 2,45% y el 2,46%, respectivamente, debido, en parte, a un incidente técnico causado por una puja errónea de un banco privado que hizo que se proporcionara menos liquidez de la que se pretendía. Este error hizo que fuera necesario ejecutar una operación especial al día siguiente para inyectar liquidez.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento nominal y real de la deuda pública a largo plazo decreció ligeramente entre finales de noviembre y comienzos de enero en la zona del euro y en Estados Unidos. Sin embargo, el rendimiento nominal y real de la deuda pública a corto plazo de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable durante el mismo período, lo que sugiere que los participantes en el mercado no revisaron sensiblemente sus expectativas respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona en los próximos años. Las tasas de inflación implícita a largo plazo, que reflejan las expectativas de inflación de los participantes en el mercado en un horizonte temporal más largo, apenas registraron cambios en la zona del

euro, pero siguieron descendiendo levemente en Estados Unidos. La volatilidad de los mercados de renta fija, obtenida de los precios de las opciones, continuó disminuyendo en ambas economías, hasta alcanzar niveles extremadamente bajos.

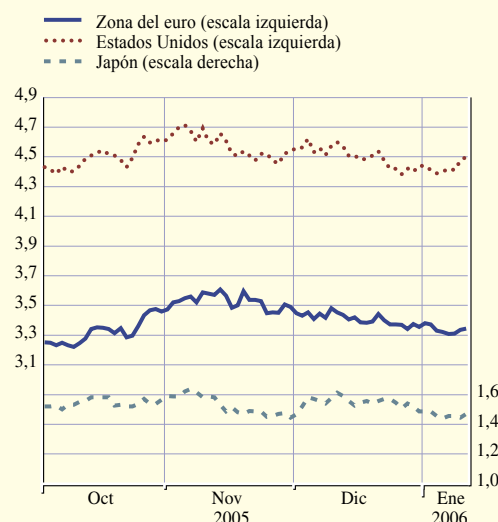
Tras aumentar en el período transcurrido entre septiembre y mediados de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos en diciembre y a principios de enero (véase gráfico 10). La curva de rendimientos de la zona del euro experimentó un ligero desplazamiento a la baja en todos los plazos superiores a dos años (véase gráfico 11), mientras que en Estados Unidos los tipos de interés disminuyeron en todos los plazos, salvo en los muy cortos. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió en la zona del euro y en Estados Unidos alrededor de 15 y 5 puntos básicos, respectivamente, entre finales de noviembre del año 2005 y el 11 de enero de 2006. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió en aproximadamente 115 puntos básicos a finales del período de referencia. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años permaneció más o menos estable, en torno al 1,5%, en diciembre y comienzos de enero, pese a los datos de las encuestas que señalaban una mejora sostenida de la situación económica. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del segmento de mercado de bonos a diez años, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos, disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos en diciembre, mientras que no experimentó cambios en Japón.

En Estados Unidos, tras registrar, de forma paralela, un desplazamiento al alza en los tres meses anteriores, los tipos de interés comenzaron a mostrar una menor correlación entre los distintos plazos. El rendimiento de los bonos a muy corto plazo volvió a subir, impulsado por el último aumento de 25 puntos básicos del tipo de referencia de los fondos federales anunciado el 13 de diciembre. En los plazos más largos, los tipos de interés bajaron, debido, posiblemente y en parte, a que los participantes en el mercado empezaron a percibir la menor necesidad de mantener una política monetaria restrictiva a medio plazo, lo que se reflejó también en el anuncio efectuado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal tras su reunión del 13 de diciembre.

La reducción de los tipos de interés a largo plazo aplanó todavía más la curva de rendimientos, pese a que los datos macroeconómicos publicados y los datos de las encuestas apuntaban a un fuerte crecimiento económico. El diferencial entre el rendimiento nominal de los bonos a diez años y los tipos de interés a tres meses del mercado monetario, que se había situado en torno a 180 puntos básicos a comienzos del 2005, se tornó negativo a partir de mediados de diciembre, llegando a -10 puntos básicos a finales del período considerado. En Estados Unidos, una curva de rendimientos invertida precede, por lo general, a períodos de bajo crecimiento económico. Este hecho puede haber acentuado, en alguna medida, la inquietud del mercado respecto a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la economía estadounidense. Sin embargo, en el entorno actual la pendiente negativa de la curva de rendimientos

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

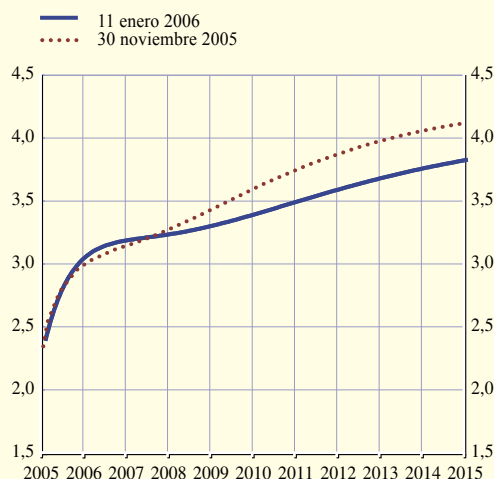


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 11 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

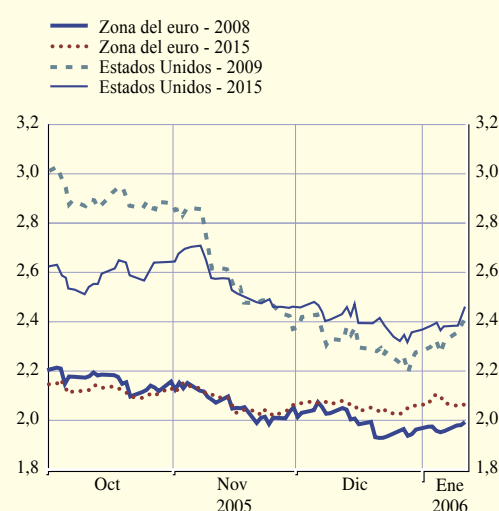


Fuente: Estimación del BCE.

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

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

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

parece ser reflejo, principalmente, del modesto rendimiento de los bonos a largo plazo, inducido por varios factores que han contribuido a rebajar las primas de riesgo y a mantenerlas en niveles reducidos en los plazos más largos de la curva de rendimientos². El descenso del rendimiento nominal de los bonos estadounidenses a diez años fue debido, enteramente, al menor rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación, mientras que las tasas de inflación implícita a diez años se mantuvieron prácticamente estables durante el período analizado (véase gráfico 12).

Al igual que en Estados Unidos, en la zona del euro las tasas de inflación implícita permanecieron, en general, estables a lo largo del período examinado, por lo que la evolución de la curva de rendimientos nominales fue reflejo de las fluctuaciones de la curva de rendimientos reales. Aunque disminuyó en los plazos a diez años, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación aumentó ligeramente en los plazos más cortos (véase gráfico 12), en línea con la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto y con las señales positivas que se desprendían de los resultados de las encuestas. Ello sugeriría que los participantes en el mercado no revisaron de forma significativa sus expectativas respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro en los próximos años. Junto con la elevación de los tipos de interés oficiales del BCE llevada a cabo a comienzos del período de referencia, estas circunstancias explican el desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* implícitos a un día hasta los plazos a dos años (véase gráfico 11). En general, en el 2005 se observó una notable reducción de la pendiente de la curva de rendimientos en la zona del euro. Por ejemplo, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el EURIBOR a tres meses se ha estrechado en casi 70 puntos básicos desde finales de diciembre del 2004, aunque seguía manteniéndose en un nivel claramente positivo, en torno a 80 puntos básicos, el 11 de enero de 2006. Por último, la leve

² Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

disminución de la incertidumbre de los participantes en el mercado durante el período considerado, hasta aproximarse a los niveles más bajos registrados en el 2005, puede haber hecho descender más la prima de riesgo incluida en los rendimientos nominales y reales.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En octubre del 2005, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras registraron una evolución dispar; pero, en general, apenas se modificaron.

En octubre del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras apenas variaron con respecto al mes precedente, y la única excepción la constituyeron los tipos aplicados al crédito al consumo de los hogares, que cayeron más de 20 puntos básicos (véase cuadro 4). No obstante, en general, la evolución a corto plazo de esta última categoría de tipos de interés ha de interpretarse con especial cautela, debido a que los niveles son relativamente volátiles y a que es probable que el descenso observado en octubre estuviera relacionado con un cambio de signo de los incrementos del verano. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos siguieron un patrón muy similar y prácticamente no se modificaron en octubre del 2005.

La estabilidad de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM fue acompañada de un aumento de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en ese mismo período. Esto se debió, posiblemente, al hecho de que estos incrementos se registraron, principalmente, los últimos días del mes y de que, en consecuencia, todavía no se habían transmitido a los tipos de interés aplicados por las IFM.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos prácticamente no se ha modificado desde octubre del 2004, una evolución acorde con la estabilidad observada en los tipos de interés del mercado monetario en ese mismo período. Por el contrario, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos disminuyó al menos 10 puntos básicos en ese mismo período, excepto los tipos de interés a corto plazo del crédito al consumo de los hogares, que no registraron variaciones.

En octubre del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los hogares prácticamente no se modificó, excepto los tipos de los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares, que se elevaron unos 10 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados a las sociedades no financieras registraron una evolución dispar. Los tipos aplicados a los depósitos a más de dos años registraron un acusado incremento, de unos 40 puntos básicos, debido, principalmente, a un aumento muy pronunciado en un país. En cambio, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras sólo se redujeron algunos puntos básicos (véase gráfico 14). El rendimiento de la deuda pública a dos y a cinco años se elevó 25 puntos básicos, aproximadamente, durante el mismo período.

Desde octubre del 2004, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos han caído notablemente, entre 30 y 80 puntos básicos. Los descensos más significativos se registraron en los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras hasta 1 millón de euros y con período inicial de fijación de más de cinco años. En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos se redujeron entre 15 y 40 puntos básicos, y la mayor disminución correspondió a los depósitos a largo plazo de los hogares (véase cuadro 4). Esta evolución es acorde con las tendencias observadas en el rendimiento de la deuda pública a cinco años, que cayó unos 35 puntos básicos en ese período.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados^{1) 2)})

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre 2005		
	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Sep	2005 Oct	2004 Oct	2005 Jul	2005 Sep
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,90	1,95	1,92	1,94	1,97	1,97	6	5	1
A plazo a más de dos años	2,48	2,31	2,38	2,21	2,06	2,16	-37	-6	10
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,00	2,01	1,96	2,17	2,02	1,96	-5	-20	-6
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,52	2,47	2,38	2,29	2,27	-25	-7	-2
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras	0,89	0,91	0,94	0,92	0,96	0,97	7	2	1
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,00	2,08	2,00	2,01	2,04	2,04	0	2	0
A plazo a más de dos años	3,52	3,46	3,34	3,63	2,98	3,37	-15	40	39
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	6,89	6,74	6,62	6,61	6,96	6,74	3	19	-22
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,50	3,44	3,42	3,35	3,32	3,32	-16	1	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,82	4,50	4,35	4,15	3,99	3,99	-77	-9	0
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,38	5,27	5,26	5,13	5,13	5,09	-31	-3	-4
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	3,99	3,98	3,91	3,88	3,81	3,88	-13	2	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,70	4,44	4,33	4,20	4,04	4,04	-61	-11	0
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	3,00	3,04	3,01	2,94	2,94	2,91	-8	-5	-3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,31	4,06	4,04	3,89	3,87	3,78	-41	-7	-9
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,12	2,17	2,14	2,11	2,14	2,20	5	8	6
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,60	2,36	2,49	2,07	2,21	2,45	-2	26	24
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,35	2,93	3,08	2,58	2,60	2,85	-33	19	25

Fuente: BCE.

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

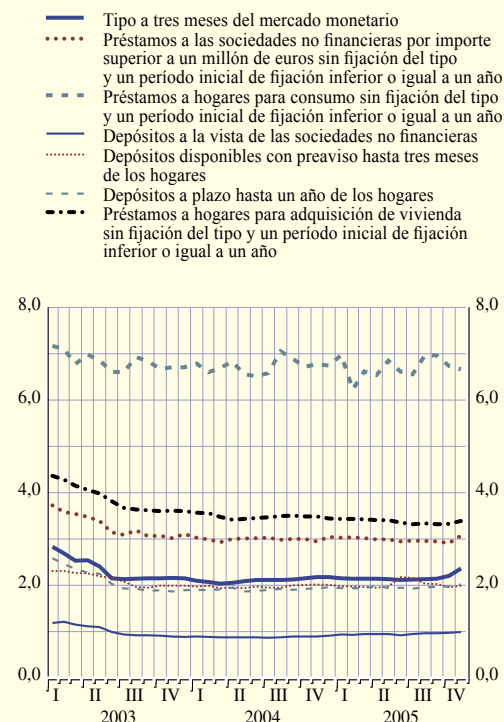
2) Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre y enero, las cotizaciones bursátiles se elevaron en la zona del euro y en Estados Unidos, y siguieron subiendo de forma particularmente intensa en Japón. En conjunto, la incertidumbre de los mercados de renta variable no experimentó cambios en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que creció en Japón. La rentabilidad observada y esperada continuó impulsando los precios de las acciones en los principales mercados.

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⁾)

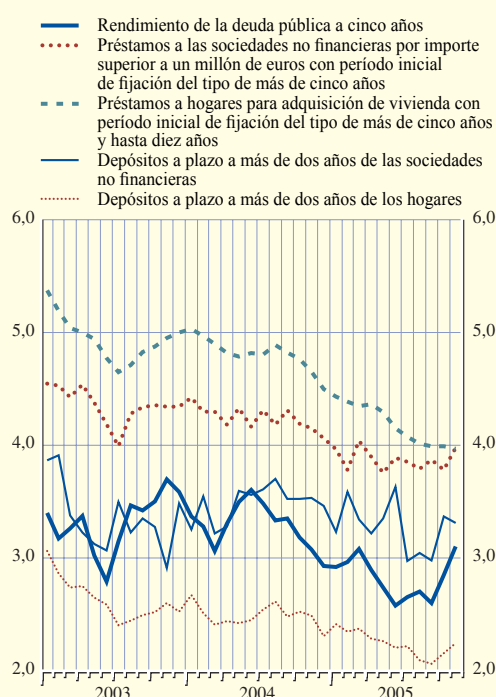


Fuente: BCE.

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.

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.

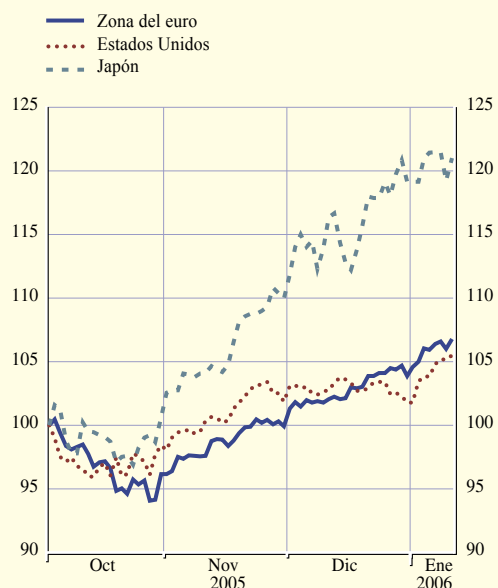
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los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

Entre finales de noviembre y el 11 de enero, las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 15) y se acentuó todavía más la tendencia al alza que venían mostrando en Japón en los últimos meses. En la zona del euro el índice Dow Jones EURO STOXX 500 se elevó casi un 7%, en Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 subió un 4%, y en Japón el índice Nikkei 225 creció cerca de un 10%. En conjunto, a lo largo del 2005 los índices bursátiles amplios ganaron un 40% en Japón, un 22% en la zona del euro y sólo un 4% en Estados Unidos. En el recuadro 2 se analizan brevemente los nuevos requerimientos contables de las empresas y su posible impacto sobre los precios de las acciones.

Entre finales de noviembre y el 11 de enero, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, apenas registró cambios en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que creció considerablemente en Japón, donde se mantuvo ligeramente por encima del 20% a comienzos de enero (véase gráfico 15). El aumento de la percepción de incertidumbre acerca de la evolución futura de los valores japoneses de renta variable puede estar relacionado con

Gráfico 15 Índices bursátiles

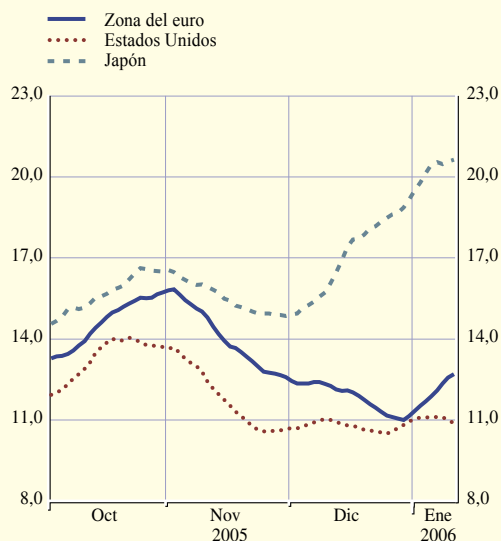
(índice: 1 octubre 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

la preocupación de los participantes en el mercado respecto a la sostenibilidad de las ganancias de casi el 10% obtenidas en tres de los últimos cuatro meses del año. Cierta grado de incertidumbre puede estar también relacionado con la inquietud del mercado en torno a la fortaleza de la recuperación económica actual. En el 2005, la incertidumbre de los principales mercados de renta variable no experimentó fluctuaciones significativas, a excepción del máximo registrado por breve tiempo tras el paso de los dos huracanes por Estados Unidos en verano y el brusco aumento registrado en Japón en diciembre.

En Estados Unidos, la subida de las cotizaciones bursátiles estuvo en línea con la fuerte rentabilidad esperada, tanto en los plazos más cortos como en los más largos, aunque la tasa de crecimiento del beneficio por acción disminuyó ligeramente en el último trimestre del 2005. En cuanto a otros factores determinantes, las primas de riesgo para los valores de renta variable no parecen haber desempeñado un papel importante en diciembre, dada la estabilidad de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500 (véase gráfico 16). Los peores resultados de los valores de renta variable estadounidenses en relación con los de la zona del euro pueden reflejar, en cierta medida, el menor descenso de los tipos de interés reales a largo plazo en Estados Unidos. Además, pese al nivel relativamente bajo de la inflación y a la contención de las expectativas de inflación, el anuncio realizado el 13 de enero por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal apuntó a riesgos alcistas de inflación derivados de la utilización de los recursos y de los altos precios de la energía, que pueden haber contribuido a reducir la valoración de las acciones.

La subida experimentada por las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante el período analizado puede haber reflejado el descenso de los tipos de interés reales a largo plazo y, sobre todo, el sólido

crecimiento de los beneficios empresariales, tanto observados como esperados. El aumento de los precios de las acciones fue generalizado, aunque algunos sectores tendieron a registrar mayores ganancias, especialmente los sectores industrial, financiero y de materias primas. Tras las elevadas ganancias alcanzadas recientemente, el sector del petróleo y del gas arrojó los peores resultados en diciembre y comienzos de enero, pese al nuevo ascenso de los precios del petróleo observado en ese mes. Las cotizaciones bursátiles se recuperaron también en el sector de bienes de consumo, aunque las perspectivas de beneficios de las empresas de este sector tendieron a ser comparativamente más modestas.

Recuadro 2

OPCIONES SOBRE ACCIONES, RECOMPRA DE ACCIONES Y SUS EFECTOS EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE: EVIDENCIA DE ESTADOS UNIDOS

Los cambios en los requerimientos contables de las empresas pueden influir en sus valoraciones y, en consecuencia, en el precio de las acciones. Se puede obtener información de utilidad sobre este tema analizando las modificaciones introducidas recientemente en los requerimientos contables en Estados Unidos. Tras años de debate entre reguladores y representantes de las empresas (principalmente, de empresas pertenecientes a los denominados sectores de crecimiento), se han aprobado nuevas normas sobre el tratamiento contable de las opciones sobre acciones, una manera de remunerar a los empleados con acciones de la empresa. Las nuevas normas de contabilidad, recogidas en la norma nº 123 revisada del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (FASB, en sus siglas en inglés), exigen que las empresas contabilicen en su totalidad el valor de las opciones sobre acciones como gastos en la fecha de emisión y durante todo el período de carencia de la opción, y la mayoría de las empresas han de hacerlo a partir del 2006. De este modo, es probable que el impacto de los nuevos requerimientos sobre los beneficios empresariales se haga patente en las publicaciones de datos sobre beneficios de los próximos trimestres. Aunque es posible que el impacto a corto plazo de estas nuevas normas sobre el precio de las acciones sea significativo en algunos sectores, en conjunto, el efecto sobre el índice general será, probablemente, moderado.

La exclusión sistemática de las opciones sobre acciones de la contabilidad de costes era una característica general de los denominados beneficios pro-forma¹. Estos beneficios, así como la imagen distorsionada que tendían a ofrecer de la rentabilidad de las empresas, se mencionaban como uno de los motivos por los que, a finales de la década de los noventa, se formó una burbuja en los mercados de valores, que estalló en el 2000 y que afectó principalmente a empresas del sector tecnológico. Además, la publicación de beneficios pro-forma contribuyó a ocultar casos de fraude que finalmente salieron a la luz con los escándalos contables en los que se vieron implicadas empresas estadounidenses, Enron, Tyco y WorldCom. Tras estos escándalos, las presiones de inversores preocupados han hecho que haya aumentado el número de empresas que han empezado a contabilizar las opciones sobre acciones como un gasto, aunque sigue siendo reducido.

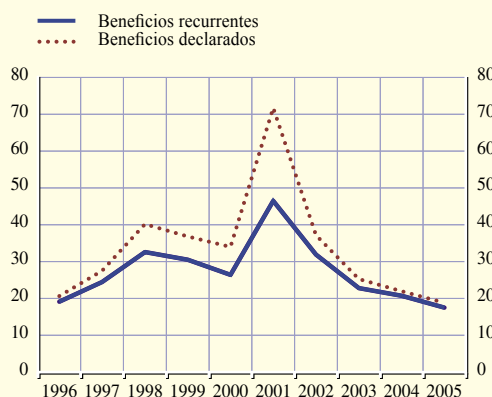
Los analistas de Standard & Poor's empezaron a incluir como gasto las opciones sobre acciones en el cálculo de beneficios en el 2001, y se inició la publicación de una nueva serie, la de beneficios recurrentes (*core earnings*), para las empresas del índice Standard & Poor's 500 (véase gráfico A). La diferencia entre los datos publicados sobre beneficios y los beneficios recurrentes fue considerable en el período comprendido entre el 2000 y el 2001, pero ha disminuido notablemente en los últi-

1 Se trata de estimaciones de beneficios basadas en una serie de supuestos que excluyen partidas extraordinarias. Entre las partidas que, en ocasiones, se excluyen de las cifras sobre beneficios pro-forma se incluyen saneamientos parciales, el fondo de comercio, amortizaciones, depreciaciones, costes de reestructuraciones y fusiones, intereses, impuestos, pagos a los empleados basados en acciones y otros gastos.

mos años, a raíz de que un grupo más numeroso de empresas empezó a contabilizar las opciones sobre acciones y varias modificaron su política de remuneración, reduciendo con ello el uso de las opciones sobre acciones en general. La diferencia entre el valor de los beneficios en las dos series a finales del 2004, la fecha más reciente para la que se dispone de datos oficiales de balances, era de aproximadamente el 6%. Así, no se prevé que el efecto de las nuevas normas en las publicaciones de datos sobre beneficios, y en el índice bursátil general, sea significativo en los próximos trimestres. No obstante, las series agregadas ocultan notables diferencias entre sectores en lo que respecta a la importancia de las opciones sobre acciones. No resulta fácil disponer de datos de series temporales sobre los beneficios por acción a escala sectorial; no obstante, el coste de las opciones abarca desde el 5%-6%, aproximadamente, del total de costes operativos en sectores como los de «consumo no básico» y «servicios sanitarios», hasta casi el 18% en el caso de empresas del sector de tecnologías de la información (véase gráfico B).

Gráfico A Beneficios declarados por acción y beneficios recurrentes de empresas incluidas en el índice S&P 500

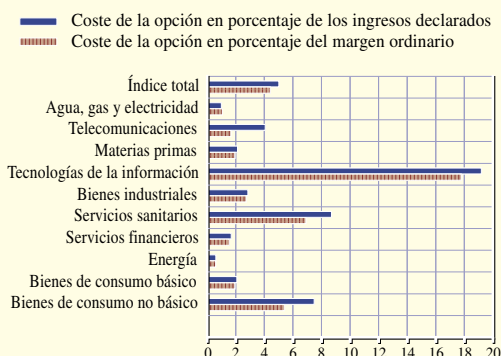
(datos anuales)



Fuente: Standard & Poor's.
Nota: Los datos correspondientes al 2005 son estimaciones.

Gráfico B Impacto de las opciones sobre acciones en la cuenta de resultados de empresas de sectores del índice S&P 500

(a finales del ejercicio fiscal 2004)



Fuente: Standard & Poor's.

El impacto de las nuevas normas de contabilidad es asimismo evidente en otra importante tendencia que caracteriza la evolución reciente del mercado de valores, sobre todo en Estados Unidos: el incremento de las recompras de acciones. Cuando una opción es *in-the-money*, es probable que el tenedor de la opción la ejercite. En tal caso, una empresa realmente puede elegir entre dos alternativas: puede emitir nuevas acciones y entregárselas al tenedor de la opción, o puede comprar las acciones en circulación en el mercado y venderlas al citado tenedor al precio implícito en el contrato relativo a la opción, que es inferior al precio de mercado. Si una empresa emite nuevas acciones, los beneficios por acción disminuyen, como consecuencia del efecto de dilución, simplemente aumenta el número de acciones en circulación. Por el contrario, si la empresa compra acciones a precio de mercado y las vende a un precio más bajo, incurrirá en una pérdida que hará que se reduzcan los beneficios totales. El impacto monetario de las dos alternativas en los beneficios no será el mismo.

En los últimos años, parece que, cada vez con más frecuencia, las empresas de Estados Unidos han optado por la segunda opción, como se refleja en la creciente tendencia a recomprar acciones obser-

vada en dicho país en los últimos trimestres². De conformidad con las normas contables estadounidenses, la recompra de acciones permite gestionar pasivos financieros de manera más «eficiente», dado que, en caso necesario, las acciones retiradas del mercado mediante una recompra pueden reutilizarse posteriormente. Otro motivo por el que las empresas recompran sus acciones es que los fondos de los que disponen superan sus necesidades de inversión a corto plazo, como parece haber sido el caso en un entorno de inversión relativamente reducida por parte de las empresas estadounidenses en los últimos años. En general, es probable que el mayor recurso a la recompra de acciones y, con ello, el aumento de la demanda de acciones de empresas, haya respaldado los precios de las acciones.

En Europa, excepto en el Reino Unido, la información sobre el uso de las opciones sobre acciones como una forma de remuneración a los empleados y los datos sobre programas de recompra de acciones son dispersos. No obstante, hay señales de que la recompra de acciones también está aumentando en la zona del euro. De conformidad con las nuevas Normas Internacionales sobre Información Financiera, que han de cumplir todas las sociedades cotizadas de la UE a partir del ejercicio fiscal 2005, las empresas tienen que contabilizar el importe de los pagos basados en acciones en sus cuentas de resultados. La cuestión de si esto se traducirá en un impacto transitorio en los beneficios o causará un efecto más duradero dependerá de en qué medida se utilicen las opciones sobre acciones como forma de remuneración en la zona del euro. La evidencia anecdótica sugiere que el recurso a esta forma de remuneración es limitado en la zona, aunque es significativo en sectores concretos (por ejemplo, en el tecnológico).

2 Véase el recuadro titulado «The recent surge in US share buy-backs: causes and possible financial stability implications», en el Financial Stability Review del BCE de diciembre del 2005.

3 PRECIOS Y COSTES

Como reflejo, en gran parte, de la evolución de los precios del petróleo, según el avance de Eurostat la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro siguió disminuyendo, situándose en el 2,2% en diciembre. Las presiones sobre los precios internos permanecieron moderadas, ya que no se han observado, hasta el momento, claras señales de transmisión del incremento de los precios de la energía a los precios industriales no energéticos o a los costes laborales. En general, las perspectivas de inflación no han variado prácticamente y perduran los riesgos alcistas para la estabilidad de precios, especialmente en relación con los precios del petróleo y con posibles efectos secundarios en la fijación de precios y salarios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE DICIEMBRE DEL 2005

Continuando la tendencia a la baja registrada desde septiembre del 2005, según el avance de Eurostat la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se redujo ligeramente, hasta el 2,2%, en diciembre (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes del IAPC, el nuevo descenso observado en diciembre podría estar relacionado con un efecto de base en los precios de los alimentos.

El avance de Eurostat se calcula a partir de datos preliminares, por lo que presenta cierto grado de incertidumbre. Sin embargo, tal y como se señala en el recuadro titulado «Evaluación de la fiabilidad del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat», el avance ha resultado ser un indicador muy fiable de la evolución del IAPC. Además, su capacidad de predicción ha sido superior a la de otros métodos.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA NOVIEMBRE DEL 2005

Tras repuntar en septiembre, la inflación medida por el IAPC general disminuyó ligeramente en los últimos meses, hasta situarse en el 2,3% en noviembre. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de variaciones en la contribución de los precios de la energía.

Como resultado del descenso experimentado por los precios del petróleo en octubre y noviembre, la tasa de variación interanual de los precios energéticos se redujo notablemente, aunque continuó siendo alta, ya que permanecía en el 10% en noviembre. El menor crecimiento de los precios de

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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

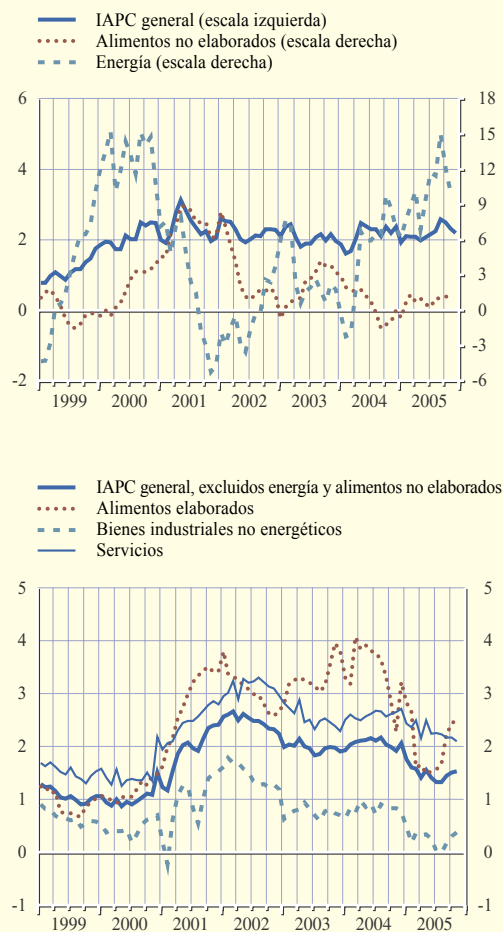
1) La inflación medida por el IAPC de diciembre del 2005 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

la energía fue impulsado, en gran medida, por los precios del transporte y del combustible para calefacción, mientras que los precios del gas, que tienden a responder más lentamente a variaciones de precios del petróleo, siguieron subiendo. La presión de los alimentos no elaborados sobre los precios aumentaron, amortiguando, en parte, el efecto de la evolución de los precios energéticos observada en noviembre.

En contraste con la inflación medida por el índice general, la tasa de variación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, apenas experimentó cambios en los últimos meses, situándose en un nivel más reducido, el 1,5%, en noviembre. Sin embargo, esta relativa estabilidad fue consecuencia de los movimientos contradictorios de sus componentes (véase gráfico 17). Tras el repunte originado en septiembre por la subida de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados continuó ascendiendo, hasta situarse en el 2,6% en noviembre. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó al 0,4% en noviembre, como resultado del incremento de los precios del vestido tras las relativamente fuertes rebajas de verano. Sin embargo, esta tasa se mantiene muy por debajo de su media histórica, lo que sugiere que los anteriores aumentos de los precios de las materias primas no han producido todavía efectos indirectos significativos. Contrariamente a lo ocurrido con los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, la inflación en los precios de los servicios disminuyó ligeramente, hasta el 2,1%, en noviembre.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

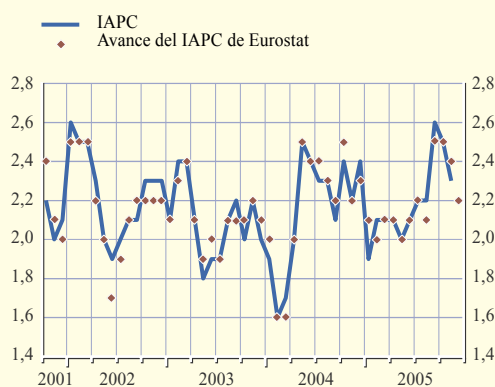
Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA FIABILIDAD DEL AVANCE DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO PUBLICADO POR EUROSTAT

El avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat ofrece una indicación muy puntual de la evolución de la inflación de la zona. El primer avance publicado fue el correspondiente al IAPC de octubre del 2001, por lo que el comportamiento de esta estimación se puede evaluar en la actualidad en comparación con las cifras oficiales del IAPC de 50 meses.

Avance y cifra observada del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

euro, el avance incorpora actualmente las estimaciones nacionales provisionales correspondientes a cerca del 65% del IAPC de la zona, dado que Grecia y España han comenzado a producir estimaciones provisionales con suficiente prontitud para incluirse en el avance, en los años 2003 y 2004, respectivamente.

Resumen del comportamiento del avance hasta la fecha

En el gráfico se compara el avance con la cifra observada del IAPC. En general, el avance parece haber funcionado bien. De los 50 avances publicados hasta ahora, 22 fueron totalmente precisos, 25 mostraron una desviación de 0,1 puntos porcentuales y 3 una desviación de 0,2 puntos porcentuales. Además, el avance nunca ha sugerido que la tasa de inflación bajaba, si en realidad subía, y viceversa). Por último, la desviación media entre el avance y la cifra observada del IAPC (el error medio que figura en el cuadro A) es exactamente de 0,0 puntos porcentuales. Ello indica que, hasta el momento, no ha habido sesgo en el avance, como predicción de la cifra oficial del IAPC.

Cuadro A Comparación de las estadísticas de comportamiento de las previsiones

(en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)

	Avance de Eurostat	Paseo aleatorio	Modelo AR
Error medio	0,00	0,00	-0,01
Error cuadrático medio	0,09	0,21	0,20
Desviación máxima	0,2	0,5	0,4
Desviación mínima	-0,2	-0,5	-0,6
Desviación absoluta	Número de ocasiones	Número de ocasiones	Número de ocasiones
0,0	22	11	18
0,1	25	15	16
>0,1	3	24	16

Fuente: Cálculos del BCE.

Eurostat calcula el avance utilizando técnicas econométricas que combinan las cifras nacionales provisionales del IAPC disponibles con los primeros datos sobre los precios de algunos productos energéticos publicados en el Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea. También se tienen en cuenta los efectos que hechos aislados, como cambios en los impuestos indirectos, pueden tener sobre los precios, si se dispone de esta información. La estimación de Eurostat se publica, normalmente, el último día laborable del mes de referencia, y recoge solamente la tasa de variación interanual del IAPC general de la zona del euro. Mientras que en los dos primeros años el avance del IAPC sólo comprendía los datos del IAPC de Alemania e Italia y los datos del IPC de Bélgica, que representaban poco más del 50% del IAPC de la zona del

Otra medida que puede utilizarse para evaluar la fiabilidad del avance es el error cuadrático medio, que proporciona una indicación del tamaño medio y de la variabilidad de la desviación entre el avance y la cifra observada del IAPC, que muestra que el avance ha sido mucho más preciso que las previsiones basadas en el supuesto del paseo aleatorio (asumiendo una tasa interanual de inflación sin variaciones) o en un modelo autorregresivo (AR) sencillo (véase cuadro A). Ello demuestra la utilidad del avance para obtener información sobre la evolución más reciente de la inflación en comparación con otros indicadores simples de referencia.

Posibles fuentes de desviación entre el avance y la cifra observada del IAPC

La desviación entre el avance y la cifra observada del IAPC puede proceder de distintas fuentes. En primer lugar, el IAPC es un índice revisable y los países que han proporcionado información provisional pueden revisar posteriormente sus datos en cuanto dispongan de una información más completa. En segundo lugar, la evolución de la inflación de países que no han proporcionado información provisional puede diferir de la de países que sí han facilitado datos provisionales. En tercer lugar, puede ser difícil recoger la volatilidad del perfil estacional u otras características atípicas de algunos componentes del IAPC utilizando técnicas econométricas. Por último, la desviación entre el avance y la cifra observada del IAPC puede reflejar sencillamente el redondeo de los índices de precios empleado en el cálculo de la inflación.

El análisis sugiere que las diferencias que presenta la evolución de la inflación entre países que han proporcionado datos provisionales y países que no los han facilitado puede explicar una pequeña parte de la desviación entre el avance y la cifra observada del IAPC. El coeficiente de correlación es aproximadamente de 0,2 entre las desviaciones del avance respecto a la cifra observada del IAPC y las diferencias en la evolución de la inflación entre países que proporcionan avances y países que no lo hacen. Por otro lado, cabe considerar si la evolución de determinados componentes ha estado asociada a la desviación respecto al avance. El cuadro B muestra la correlación entre las variaciones intermensuales desestacionalizadas de los componentes del IAPC y las desviaciones entre el avance y la cifra observada del IAPC¹. Los resultados indican que la correlación más alta corresponde a los dos componentes de alimentos (no elaborados y elaborados), siendo respectivamente de 0,23 y 0,33. Dada la elevada volatilidad de los precios del petróleo y su importante contribución a la inflación observada en los últimos cuatro años, no es sorprendente que exista también cierta correlación con el componente energético. Sin embargo, la información publicada en el Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea puede haber servido para limitar la magnitud de las desviaciones derivadas de la evolución de los precios energéticos. La correlación relativamente baja con la evolución de los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios sugiere que esta evolución se recoge bastante bien en los datos nacionales disponibles y por las técnicas econométricas utilizadas por Eurostat.

En general, parece que algunas de las desviaciones pueden estar relacionadas con distintos patrones de inflación en los países que proporcionan el avance y en los que no lo facilitan, y con una evolución diferente de determinados componentes. También pueden haber influido otros factores, como las convenciones de redondeo empleadas para calcular el IAPC² y las revisiones de los datos. Sin embargo, este análisis sólo puede considerarse como una información indicativa, dado que el avance incorpora datos de varias fuentes y ciertos elementos de juicio.

Cuadro B Coeficientes de correlación entre las tasas de variación intermensual de los componentes del IAPC y la desviación del avance respecto a la cifra observada del IAPC

Componente del IAPC	Correlación
Alimentos no elaborados	0,23
Alimentos elaborados	0,33
<i>Alimentos no elaborados y elaborados</i>	<i>0,34</i>
Bienes industriales no energéticos	0,06
Energía	0,18
Servicios	0,02

Fuente: Cálculos del BCE.

1 Ya que el avance se presenta como tasa de variación interanual, las desviaciones respecto a la cifra observada del IAPC no deberían ser debidas a variaciones estacionales «normales». Por lo tanto, las tasas de variación intermensual desestacionalizadas se utilizan para recoger cambios atípicos de los distintos componentes.

2 En la actualidad, el IAPC general de la zona del euro se calcula a partir de los índices nacionales redondeados a un decimal, y se redondea, a su vez, a un decimal. Por consiguiente, pequeñas variaciones nacionales pueden dar lugar, en algunas ocasiones, a desviaciones de 0,1 puntos porcentuales respecto a la cifra observada, tanto en las estimaciones proporcionadas por los Estados miembros como en el avance de la zona del euro.

Mejoras previstas en el avance

En conclusión, el avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat ha mejorado notablemente la puntualidad de uno de los principales indicadores económicos de la zona y ha mostrado un comportamiento muy satisfactorio en los últimos cuatro años. De cara al futuro, cabe esperar que siga mejorando el comportamiento del avance, como resultado de los trabajos que vienen realizando Eurostat y los institutos nacionales de estadística en relación con los principales indicadores económicos europeos³. Los institutos nacionales de estadística de Francia, Austria y Finlandia han comunicado que en el 2006 empezarán a proporcionar información provisional a Eurostat para su inclusión en el avance de la zona del euro. Por otra parte, en los Países Bajos se está trabajando también en un avance del IAPC nacional. En consecuencia, la cobertura de los países incluidos en el avance de la zona del euro podría llegar a más del 95%, lo que incrementaría todavía más su fiabilidad.

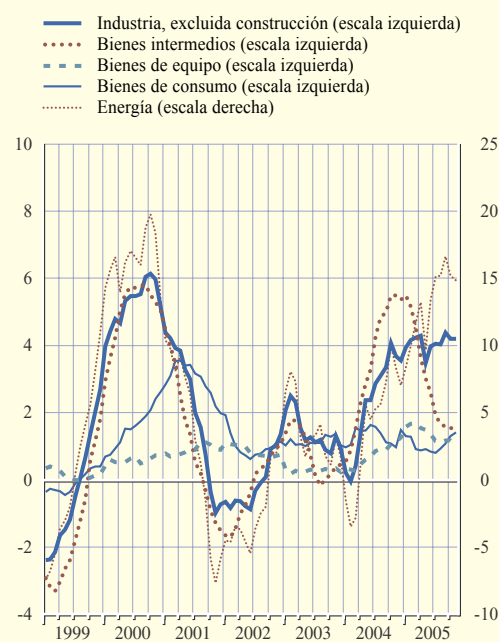
3 Véase también el recuadro 6 titulado «Nuevos avances en los principales indicadores económicos europeos», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2005.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En noviembre, la inflación en los precios industriales permaneció, en general, estable. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo en el 4,2%, pese al leve incremento de la contribución de los precios energéticos, en comparación con los meses anteriores (véase gráfico 18). La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

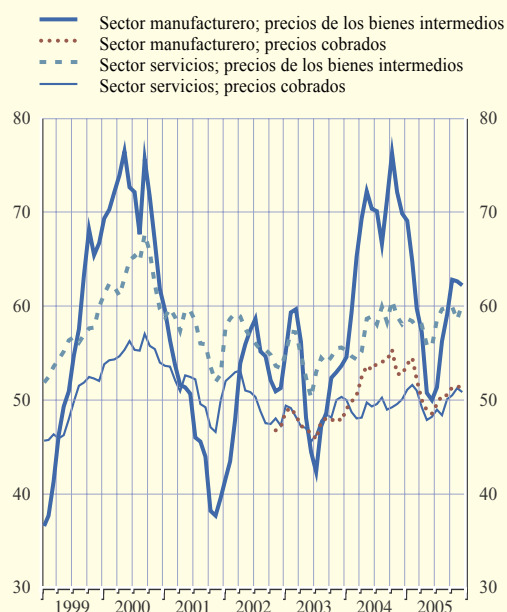
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

y la energía, siguió siendo relativamente baja en noviembre, confirmando la opinión de que sólo se había producido una transmisión limitada del mayor coste de la energía a los precios de otros sectores de la economía.

En este mismo sentido, aunque la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo ha aumentado desde agosto del 2005, alcanzando el 1,4% en noviembre, este proceso ha sido impulsado, fundamentalmente, por los precios del tabaco y de los alimentos. Por otro lado, este crecimiento se ha mantenido por debajo de los máximos asociados a las perturbaciones de los precios de las materias primas registradas en el pasado. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios puede haberse estabilizado, tras la intensa caída experimentada en el primer semestre del 2005. Además, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo también ha permanecido en una senda moderada en los últimos meses.

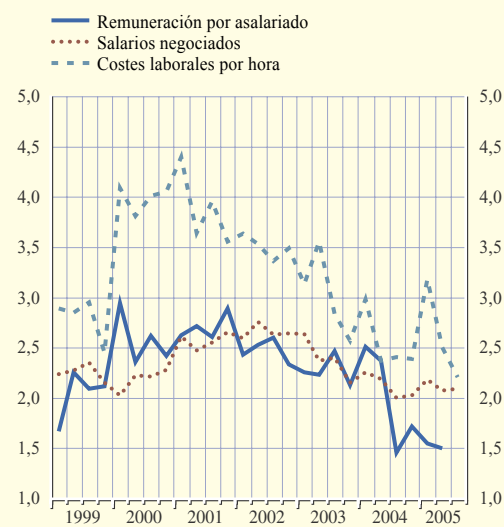
Como reflejo de la evolución de los precios industriales, los indicadores de precios de las encuestas sugieren la existencia de presiones sobre los precios de los bienes intermedios de las empresas en los sectores de manufacturas y de servicios, aunque sólo señalan un limitado aumento de los precios de venta (véase gráfico 19). El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero, se sitúa en 62,2 y las empresas atribuyen este elevado nivel, fundamentalmente, a los altos precios de la energía y de otras materias primas. Sin embargo, el índice de precios de venta siguió registrando un moderado crecimiento en noviembre, lo que indica que el incremento de los costes de los bienes intermedios no se estaba transmitiendo integralmente a los precios de venta, debido, especialmente, a la fuerte competencia y la débil demanda de consumo. En líneas generales, la situación es similar en el sector servicios: la brecha entre los precios de los bienes intermedios y los precios de venta se amplió durante el período considerado, aunque en menor medida que en el sector manufacturero.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La evolución reciente de los indicadores de costes laborales sugiere que se mantuvo la contención salarial en la zona del euro hasta el tercer trimestre del 2005 (véanse gráfico 20 y cuadro 6). En particular, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,1% en el segundo y tercer trimestres. Tras alcanzar un máximo en el primer trimestre, como resultado, principalmente, de factores estadísticos, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora disminuyó gradualmente a lo largo del año, hasta situarse en el 2,2% en el tercer trimestre. El descenso fue significativo

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

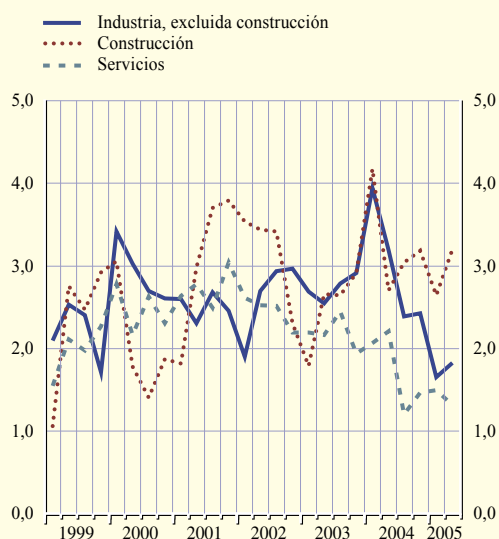
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

en los componentes no salariales, y reducido en los costes salariales. Después del aumento observado al final del 2004, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó también en el primer semestre del 2005. El descenso fue más pronunciado en el sector industrial, pero el crecimiento salarial se redujo también en el sector servicios (véase gráfico 21). Según los datos nacionales disponibles, la remuneración por asalariado siguió mostrando un ritmo de crecimiento contenido en el tercer trimestre.

Considerando que el crecimiento de la productividad aumentó 0,3 puntos porcentuales en el tercer trimestre y que el crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo probablemente moderado, se estima que el crecimiento de los costes laborales unitarios habrá sido reducido en ese trimestre.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En general, teniendo en cuenta los últimos datos disponibles, las perspectivas de inflación no han variado prácticamente respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema publicadas a comienzos de diciembre del 2005. Tras el descenso registrado a partir de septiembre, las tasa de inflación podrían mostrar cierta volatilidad en los primeros meses del 2006 y podrían elevarse ligeramente, reflejo, en parte, de efectos de base desfavorables derivados del componente de alimentos no elaborados. Por otro lado, las perspectivas a corto plazo continúan dependiendo, de forma crucial, de la evolución de los precios del petróleo. En términos más generales, como reflejo de la moderación observada en los mercados de trabajo, se espera que se mantenga la contención salarial, lo que contribuirá a que las presiones sobre los precios internos permanezcan moderadas. Sin embargo, las perspectivas de inflación siguen estando sujetas a importantes riesgos alcistas, relacionados, en particular, con los precios del petróleo y con

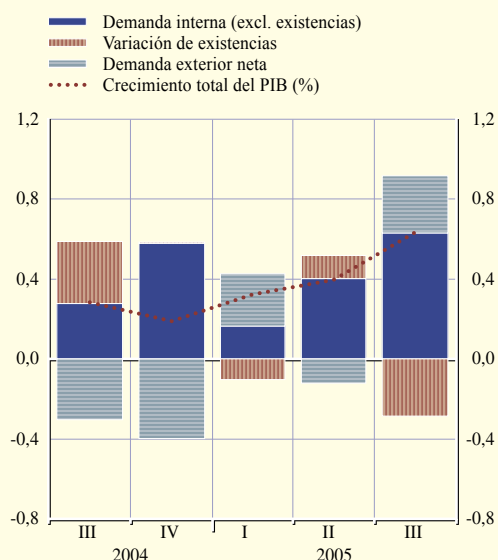
posibles efectos secundarios en la fijación de precios y salarios. A este respecto, los efectos del último incremento de los precios del petróleo y los futuros sobre los precios del petróleo han de ser objeto de un atento seguimiento. Además, nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos podrían generar también presiones al alza sobre la inflación de la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Las últimas estimaciones confirman un fortalecimiento de la actividad económica en el segundo semestre del 2005, lo que indica que la economía de la zona del euro demostró tener una resistencia considerable ante la subida de los precios del petróleo. En general, los indicadores de la economía real y los datos procedentes de las encuestas siguen respaldando las expectativas de un crecimiento económico sostenido en el 2006, y también hay señales de mejora en el mercado de trabajo. Los riesgos a la baja para estas perspectivas están relacionados, fundamentalmente, con los desequilibrios mundiales existentes y con la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo.

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.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La primera estimación de los datos de contabilidad nacional para el tercer trimestre del 2005, presentados en el Boletín Mensual de diciembre del 2005, confirmaron que el PIB real de la zona del euro creció a una tasa intertrimestral del 0,6%, en consonancia con la estimación preliminar. Si se consideran las tasas de crecimiento intertrimestral del 0,4% del segundo trimestre del 2005 y del 0,3% registrada en el primero (véase gráfico 22), se confirma el fortalecimiento de la actividad. Así pues, la economía de la zona del euro ha mostrado una resistencia considerable a los acusados incrementos de los precios del petróleo.

Tanto la contribución de la demanda interna como la de la demanda exterior neta fueron positivas. La contribución de la demanda interna es atribuible a un crecimiento ligeramente más elevado del consumo privado y a la fuerte expansión de la inversión, cuya aportación al crecimiento del PIB fue la más alta desde el primer trimestre del 2000. Tanto la demanda exterior neta como la inversión han

contribuido considerablemente la actividad económica desde que se inició la recuperación en el tercer trimestre del 2003.

Recuadro 4

LOS PROGRAMAS NACIONALES DE REFORMA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO PARA EL PERÍODO 2005-2008 ELABORADOS DE CONFORMIDAD CON LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En la reunión del Consejo Europeo de marzo del 2005 se reactivó la estrategia de Lisboa, centrando la atención en el crecimiento y el empleo¹. Al mismo tiempo, para mejorar la aplicación de las reformas estructurales se introdujeron una serie de cambios en la gobernanza de la estrategia. En concreto, la Comisión Europea propuso un paquete de directrices integradas, que incluyen un nuevo conjunto

¹ Véase el artículo titulado «La estrategia de Lisboa cinco años después», en el Boletín Mensual de julio del 2005.

de Orientaciones generales de política económica y de Directrices para el empleo. La Consejo ECOFIN adoptó las directrices integradas para el período 2005-2008 en julio del 2005². Estas directrices serán válidas durante tres años, facilitando así la continuidad de la política durante este período.

En respuesta a las directrices integradas, y tras consultar con participantes clave en la puesta en marcha de la estrategia de Lisboa, tales como los parlamentos nacionales, las autoridades regionales y locales y los interlocutores sociales, los Estados miembros de la UE presentaron sus programas nacionales de reforma en el otoño del 2005³. Los programas establecen una estrategia global de tres años para aplicar las directrices integradas en los distintos países y en ellos se exponen los desafíos que tiene que afrontar cada país y se describen a grandes rasgos las iniciativas y las medidas concretas que se han de adoptar en respuesta a los retos identificados en la UE. Como parte del mecanismo de supervisión multilateral, el Consejo ECOFIN, en colaboración con el Comité de Política Económica de la UE, examinó los programas de forma preliminar⁴. Además, a finales de enero del 2006 la Comisión ofrecerá su propia evaluación de los programas nacionales de reforma en un primer informe de situación anual sobre la estrategia de Lisboa.

En este recuadro se presenta una visión general de las principales medidas estructurales adoptadas o planificadas por los países de la zona del euro en sus programas nacionales de reforma para el período 2005-2008. La atención de estos programas se centra en reformas encaminadas a lograr un mayor crecimiento del empleo y de la participación en el mercado de trabajo y a estimular el crecimiento de la productividad del trabajo y de la competitividad. A este fin, los programas incluyen medidas para impulsar la innovación, completar el mercado interior de la UE, crear el clima adecuado para los empresarios y asegurar la sostenibilidad a largo plazo y la calidad de las finanzas públicas.

En cuanto a las reformas de los mercados de trabajo, el desafío clave se encuentra en estimular la participación en el mercado de trabajo y el empleo. Resulta esencial ofrecer mayores incentivos para que la gente permanezca en el mercado de trabajo o se incorpore al mismo y para que aumente la tasa de empleo, en particular la de las mujeres, los jóvenes y los trabajadores de más edad. Por lo tanto, las medidas relativas al mercado de trabajo incluidas en los programas nacionales de reforma dan prioridad a estos grupos. En algunos países se han anunciado medidas para ampliar el número de guarderías, con el fin de contribuir al aumento de la tasa de empleo femenina. Las medidas orientadas a elevar las tasas de empleo de los trabajadores de más edad tratan, fundamentalmente, de incrementar los incentivos financieros para permanecer en el mercado de trabajo (por ejemplo, permitiendo la posibilidad de percibir una pensión y un salario al mismo tiempo), limitar las posibilidades de jubilación anticipada (por ejemplo, eliminando los incentivos fiscales de los planes de jubilación anticipada) o adaptar la estructura de incentivos para que las empresas contraten a trabajadores de más edad mediante la introducción de contratos de trabajo más flexibles. Por último, las medidas destinadas a reducir el desempleo juvenil incluyen principalmente recortes fiscales en la parte inferior de la escala salarial para reducir los costes laborales y/o medidas para desarrollar el capital humano mediante la mejora de los sistemas educativos y los programas de formación. Por el contrario en la mayoría de los países de la zona del euro no se han adoptado medidas, o se ha hecho de forma muy limitada, para flexibilizar la legislación de protección del empleo o incrementar la flexibilidad salarial. Sigue siendo necesario abordar estas cuestiones tan importantes, especialmente en lo que se refiere a las perspectivas de empleo de los trabajadores no cualificados.

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

3 En julio del 2005, la Comisión adoptó un programa comunitario de Lisboa para complementar los programas nacionales de reforma con medidas adoptadas en el ámbito europeo.

4 Véanse las conclusiones del Consejo ECOFIN de 6 de diciembre 2005 y el «Report on the Lisbon National Reform Programmes 2005» del Comité de Política Económica de noviembre del 2005.

Por lo que respecta a las medidas orientadas a impulsar el crecimiento de la productividad del trabajo y la competitividad, la mayoría de los países de la zona del euro han optado por aumentar significativamente la inversión en investigación y desarrollo. No obstante, si bien se han anunciado medidas concretas para estimular la inversión pública en I+D, las medidas destinadas a incrementar la inversión privada en I+D suelen centrarse en la potenciación de los incentivos fiscales. Además, algunos países tratan de intensificar la colaboración con el sector privado para lograr este objetivo.

En lo que se refiere a las reformas cuyo objetivo es incrementar la competencia en los mercados de productos, habría sido más útil que los planes nacionales de reforma se hubieran centrado más en la planificación o adopción de medidas concretas. Pese a los avances registrados en los últimos años, hay que realizar más esfuerzos en este ámbito, en particular en los servicios, incluidas las industrias de red. En junio del 2005, nueve países de la zona del euro no alcanzaron el objetivo comunitario de reducir del déficit de transposición de las directivas relativas al mercado interior por debajo del 1,5%, teniendo a este respecto tres de ellos el peor comportamiento de los 25 Estados miembros de la UE.

En lo que concierne a las medidas fiscales, los programas nacionales de reforma se ocupan de dos amplias áreas de reformas estructurales, concretamente: (i) la sostenibilidad de las finanzas públicas, sobre todo por el envejecimiento de la población de la UE; y (ii) la composición del gasto público y la eficiencia económica de la imposición y del gasto público. En el ámbito de la sostenibilidad fiscal, se ha estimado que el envejecimiento demográfico afectará de forma acusada al saldo presupuestario, concretamente a través de su impacto en el gasto público en pensiones, así como en sanidad y en cuidados de larga duración. A la luz de estas proyecciones, en los últimos años varios países de la zona del euro han acometido reformas en las pensiones, para que los sistemas públicos de pensiones sean sostenibles desde el punto de vista financiero. En particular, se ha afianzado la solvencia financiera de los sistemas de pensiones de reparto, en parte con medidas para elevar la edad efectiva de jubilación y endurecer la percepción de prestaciones. Al mismo tiempo, se ha reforzado el papel de los pilares de capitalización del sistema de pensiones. Las intenciones relativas a las reformas futuras de las pensiones tienden a ir en la misma dirección. En general, sin embargo, parece que se necesitan más esfuerzos para garantizar la viabilidad financiera de los sistemas públicos de pensiones en varios países.

Varios programas hacen hincapié en reformas, planificadas o en marcha, para tratar las presiones fiscales generadas por el envejecimiento sobre los sistemas de salud pública. Si bien el objetivo de estas reformas es, por lo general, resolver las ineficiencias actuales, también contribuirían a preparar los sistemas para los desafíos que les esperan en el futuro.

Algunos programas nacionales de reforma presentan planes concretos para aumentar la eficiencia de la imposición y del gasto público y para fortalecer las instituciones responsables de la gestión y control del presupuesto. El diseño de sistemas de beneficios fiscales presenta una relación directa entre la necesidad de garantizar la sostenibilidad fiscal y la estructura de incentivos de toda la economía, en concreto en el área de la oferta y la demanda de trabajo. Varios programas reconocen los efectos desincentivadores que se derivan de los elevados tipos impositivos marginales, debido a la pérdida de transferencias sociales de los trabajadores que se reincorporan al mercado de trabajo tras un período en el paro. Además de reducir la imposición general sobre las rentas del trabajo, algunos países han llevado a la práctica o contemplan una reducción de los tipos impositivos para las rentas bajas, con el fin de que trabajar sea rentable. Otras medidas en este ámbito se refieren a que los trabajadores con remuneraciones más bajas sigan teniendo derecho a percibir algunas prestaciones sociales, así como a la introducción de impuestos sobre la renta negativos. Tales esfuerzos se dirigen, en particular, a aumentar los incentivos a trabajar para los perceptores de prestaciones de invalidez.

En resumen, los programas nacionales de reforma parecen demostrar un compromiso político más fuerte con el proceso de reformas en el contexto de la estrategia de Lisboa. Todos los Gobiernos de la zona del euro reconocen la necesidad de profundizar en las reformas, así como los beneficios que se derivan de llevarlas a la práctica. Sin embargo, a pesar de los importantes avances realizados en algunas áreas, habría sido más conveniente que estos programas se hubieran centrado más en medidas concretas, con el fin de hacer frente a los desafíos identificados.

De cara al futuro, será importante comunicar, vigilar y evaluar eficazmente la aplicación de las reformas. Es probable que en algunas áreas, los países de la zona del euro necesiten ir más allá de las reformas presentadas en sus programas nacionales para cumplir los objetivos de la Estrategia de Lisboa para el 2010. La presentación de los programas actualizados en el otoño del 2006, que incluirán la evaluación de los esfuerzos encaminados a aplicar las reformas, deberían brindar también la oportunidad de revisar hasta cierto punto las estrategias y los compromisos nacionales, manteniendo al mismo tiempo la continuidad de la política durante el período 2005-2008.

Sin embargo, a pesar de que la dinámica de crecimiento se ha fortalecido, el crecimiento potencial de la zona del euro sigue siendo decepcionantemente bajo. Los Estados miembros de la UE presentaron recientemente sus programas nacionales de reforma encaminados a lograr un mayor crecimiento del empleo y la participación en el mercado de trabajo y a fomentar el crecimiento de la productividad del trabajo y la competitividad. En el recuadro 4 se examinan las principales medidas estructurales planificadas por los países de la zona del euro en sus programas.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Si se examina la composición del crecimiento en la zona del euro por sectores, los datos de valor añadido real en el tercer trimestre del 2005 (que se publicaron en el Boletín Mensual de diciembre del 2005) mostraron una contribución positiva al crecimiento tanto de la industria como de los servicios. El valor añadido en la industria aumentó a un ritmo ligeramente superior que en los servicios.

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) cayó un 0,8% en tasa intermensual en octubre del 2005; sin embargo, en términos de medias móviles de tres meses los últimos resultados presentan una tasa de expansión de la industria del 0,5%. La tasa de crecimiento en términos de medias móviles de tres meses se ha mantenido prácticamente estable desde el segundo trimestre. En esos mismos términos, la producción industrial excluida la energía, así como la construcción, mantuvieron la tendencia al alza que se había observado durante todo el 2005 (véase gráfico 23). También en términos de medias móviles de tres meses, los bienes intermedios registraron en septiembre el crecimiento más intenso de la industria (un 1,5%).

Gráfico 23 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

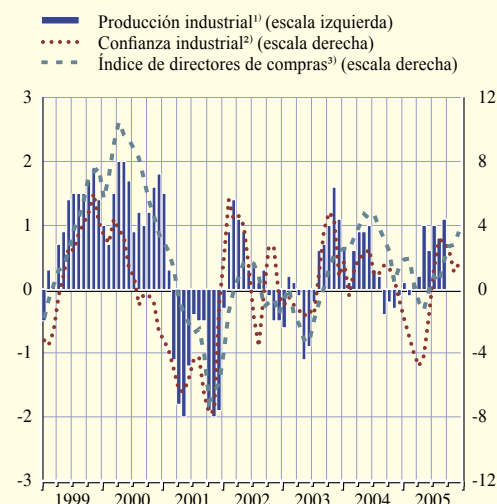


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

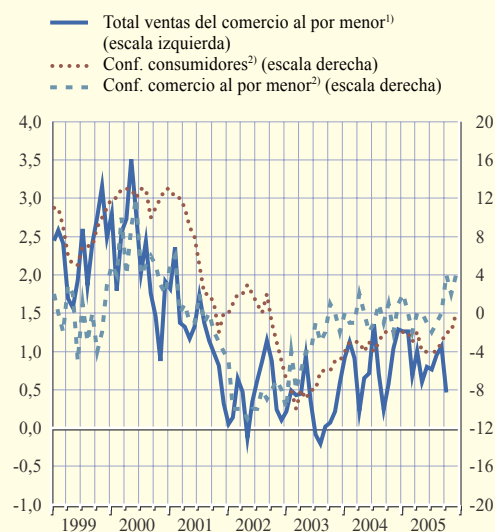
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

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

(datos mensuales)



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

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

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

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Los datos procedentes de las encuestas para las manufacturas y los servicios siguieron mostrando señales de mejora. Por lo que se refiere a las manufacturas, el índice de confianza industrial de la Comisión Europea aumentó dos puntos en diciembre del 2005, tras mantenerse sin cambios en noviembre e incrementarse ligeramente en octubre. El índice de directores de compras de las manufacturas mejoró en diciembre por cuarto mes consecutivo, hasta alcanzar su nivel más elevado desde agosto del 2004. El aumento del índice de directores de compras fue generalizado en todos los componentes y países, confirmando que la mejora iniciada en mayo del 2005 había proseguido en el cuarto trimestre. En general, el incremento del indicador de confianza industrial y el del índice de directores de compras en diciembre proporcionan señales favorables para el cuarto trimestre del 2005 y principios del 2006 (véase gráfico 24).

En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se redujo ligeramente en diciembre del 2005, aunque se mantuvo próximo a su valor más alto en el 2005. El índice de actividad comercial de la encuesta a los directores de compras de los servicios se incrementó en diciembre. También aumentaron el índice de empleo y el de pedidos pendientes, que alcanzaron sus valores más elevados en más de cuatro años. En general, los datos disponibles procedentes de las encuestas proporcionan señales favorables para el último trimestre del 2005 y principios del 2006.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El crecimiento del consumo privado en la zona del euro continuó mejorando en el tercer trimestre del 2005, aunque a un ritmo moderado. El consumo privado aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, tras el incremento del 0,2% observado en el segundo trimestre y del 0,1% en el primero. Las contribuciones

de las ventas del comercio al por menor y de las nuevas matriculaciones fueron más importantes en el tercer trimestre.

Las ventas del comercio al por menor descendieron un 0,1% en términos intermensuales en noviembre, tras un incremento del 0,2% en octubre, registrándose así, de nuevo, aproximadamente las mismas tasas de variación que en mayo y junio. El descenso de noviembre es atribuible a un menor crecimiento de las ventas de alimentos. Desde una perspectiva de medio plazo, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor siguió siendo moderado. En cuanto a otros indicadores del gasto de los hogares, las matriculaciones de automóviles cayeron en noviembre un 0,9% en tasa intermensual tras el descenso del 1,1% observado en octubre. En términos de medias móviles de tres meses, los últimos resultados muestran que, en octubre, se registró una contracción del 0,8% en las matriculaciones de automóviles.

El escenario de moderada recuperación del crecimiento del consumo es compatible con la reciente evolución del indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea. En diciembre del 2005, tras una mejora gradual con respecto a los meses anteriores, la confianza de los consumidores alcanzó su media a largo plazo (véase gráfico 25).

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores sugieren que se ha mantenido la mejora que se inició en el mercado de trabajo en el primer semestre del 2005. Las expectativas de creación de empleo en la industria y los servicios mejoraron en diciembre, lo que apunta a unas perspectivas favorables para el mercado de trabajo en el cuarto trimestre del 2005 y principios del 2006.

DESEMPLEO

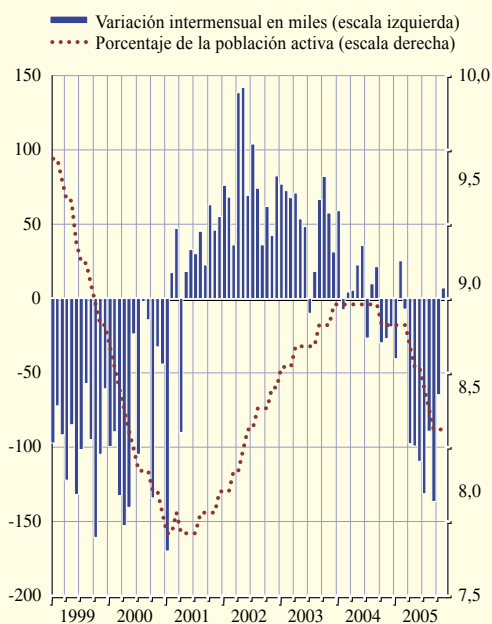
La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en noviembre en el 8,3% por tercer mes consecutivo. El número de parados aumentó por primera vez desde marzo del 2005. Sin embargo, este incremento parece deberse, fundamentalmente, a lo acontecido en Alemania, donde la reciente introducción de cambios metodológicos e institucionales dificulta la evaluación de la tendencia subyacente (véase recuadro 5). En noviembre, el número total de desempleados en todos los países de la zona del euro para los que se dispone de datos, excluida Alemania, se redujo. Los nuevos datos no muestran por sí solos una expansión del empleo, pero, en conjunción con otras informaciones sobre la evolución, real y esperada, del empleo, sugieren una mejora en la situación del mercado de trabajo.

EMPLEO

El empleo aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2005, tras registrar un incremento del 0,2% en el segundo trimestre y mantenerse estable en el primero (véase cuadro 7). En

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

comparación con el segundo trimestre, el avance observado en el tercer trimestre se debió fundamentalmente al crecimiento del empleo en los servicios. La principal contribución al buen comportamiento del empleo en los servicios durante los tres primeros trimestres del 2005 procedió del subsector de servicios financieros y empresariales, así como a la administración pública.

Los datos de las encuestas confirman el escenario de mejora gradual de la situación del mercado de trabajo. El índice de empleo de la encuesta a los directores de compras de los servicios alcanzó en diciembre su valor más elevado en más de cuatro años. También se registró una evolución favorable en el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras de las manufacturas. En diciembre, las expectativas de creación de empleo del indicador de confianza de la Comisión Europea siguieron mejorando tanto en la industria como en los servicios. Las expectativas de empleo en la industria se encuentran en su nivel más elevado desde mediados del 2001.

La evolución del empleo en la zona del euro durante los últimos años obedece, en parte, a la puesta en marcha de reformas en los mercados de trabajo. Estas reformas también pueden haber propiciado cambios en la composición del empleo, lo que debería tenerse en cuenta al interpretar las cifras de empleo. Además, en varios países de la zona del euro se han introducido importantes cambios metodológicos y estadísticos que afectan a los datos de empleo. En el recuadro 5 se comentan estas cuestiones y se llega a la conclusión de que, si bien es necesario ser cauto a la hora de interpretar la evolución reciente de los mercados de trabajo de la zona del euro, las últimas cifras apuntan a una mejora de la situación.

Recuadro 5

ALGUNOS FACTORES ESPECÍFICOS DE PAÍSES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

Las cifras de empleo de la zona del euro apuntan a una mejora gradual de la situación del mercado de trabajo. Según los datos de contabilidad nacional, el empleo en la zona del euro, medido en número de personas, aumentó a una media intertrimestral del 0,2% desde principios del 2004 hasta el tercer trimestre del 2005, frente al 0,1% de los años 2002 y 2003. Sin embargo, al interpretar las cifras de empleo recientes, se han de tener en cuenta importantes factores específicos de algunos países. En este recuadro se comenta el posible efecto de distintas reformas introducidas en los mercados de

trabajo de algunos de los países de la zona del euro de mayor tamaño, así como de determinados cambios metodológicos y estadísticos. El recuadro termina efectuando una valoración de la evolución reciente del empleo en la zona del euro en su conjunto, teniendo en cuenta estos factores.

Las reformas efectuadas en los mercados de trabajo han afectado a la evolución del empleo en varios países de la zona del euro. En Alemania, mientras que los contratos de trabajo indefinidos a tiempo completo han perdido importancia en los últimos años, el empleo por cuenta propia y el trabajo a tiempo parcial la han ganado¹. Éstos cambios reflejan la necesidad de flexibilidad en las empresas y en los hogares, y se han visto reforzados recientemente por las medidas introducidas en el contexto de las leyes que fomentan un mercado de trabajo moderno (también denominadas reformas Hartz). Entre ellas se incluyen i) la introducción de ayuda financiera a los parados que creen nuevas empresas; ii) el estímulo de empleos a tiempo parcial con una remuneración de hasta 400 euros mensuales; y iii) el fomento, desde principios del 2005, de trabajos «a un euro», que permiten a los parados de larga duración aceptar trabajos asignados específicamente a ellos y ganar hasta 2 euros por hora, además de percibir sus prestaciones por desempleo. Como resultado de estas medidas, las cifras de empleo, medido éste en términos de personas, han mejorado mucho más que el empleo medido por horas trabajadas. En agosto del 2005 se introdujo en Francia un contrato especial de dos años, que no conlleva costes de despido de los nuevos empleados en el caso de empresas con menos de 20 trabajadores, con el fin de fomentar el empleo en el sector privado. En Italia, la nueva legislación que entró en vigor en el 2003 (conocida como la Ley Biagi) introdujo medidas para aumentar la flexibilidad en el mercado de trabajo, principalmente en forma de contratos de trabajo a tiempo parcial más flexibles y de contratos de trabajo especiales para los trabajadores temporales. En los Países Bajos, la ley sobre la ampliación del pago de salario en caso de baja por enfermedad supuso que a partir de enero del 2005 las empresas tengan que pagar un año más de baja por enfermedad antes de que los trabajadores puedan reunir los requisitos para percibir la prestación por invalidez. Esto se ha traducido en un aumento del empleo medido, pues los trabajadores se contabilizan como ocupados mientras siguen recibiendo de sus empleadores pagos en concepto de baja por enfermedad.

En varios países de la zona del euro también se han introducido modificaciones estadísticas y metodológicas. En España, los datos revisados de empleo para el período comprendido entre 1996 y 2004, publicados en marzo del 2005, mostraron niveles y tasas de crecimiento del empleo más elevados. Estas revisiones al alza se deben a la inclusión de un número de inmigrantes más alto que el registrado hasta entonces. En concreto, el nivel de empleo en el cuarto trimestre del 2004 se incrementó en 965.000 personas por esta causa. Las tasas de crecimiento interanual revisadas reflejan el hecho de que la población inmigrante ha aumentando en los últimos años con más intensidad de lo estimado anteriormente. Además, el Instituto Nacional de Estadística introdujo en abril del 2005 un segundo conjunto de importantes cambios metodológicos con el fin de adaptar el cuestionario de la Encuesta de Población Activa a los requerimientos de la UE². En Italia se introdujeron medidas para regularizar a los inmigrantes que trabajaban en la economía sumergida y se dio a los jubilados que habían seguido trabajando la oportunidad de registrarse como ocupados. Como los datos de empleo de la contabilidad nacional incluyen una estimación del empleo en la economía sumergida, estas medidas suponen sólo una redistribución de los trabajadores de la economía real y la sumergida, sin que afecte a las cifras totales de empleo.

En resumen, las recientes cifras de empleo en algunos de los países de la zona del euro de mayor tamaño se han visto condicionadas por las reformas en los mercados de trabajo y por los cambios meto-

1 Para obtener un visión más completa, véase el Deutsche Bundesbank, «Rapid change in paid employment», Monthly Report, julio del 2005, pp. 13-25.
2 Para una explicación más detallada, veáanse Banco de España, «La revisión de las cifras de la EPA», Boletín Económico, abril del 2005, pp. 14 y 15 y «EPA 2005: Resumen de los cambios metodológicos», Boletín Económico, mayo del 2005, p. 32

dológicos y estadísticos, lo que ha influido en los datos de la zona del euro en su conjunto. Aunque el impacto en los datos para la zona del euro es muy difícil de cuantificar, los efectos en algunos países parece que no son insignificantes, lo que sugiere que es preciso ser cautos al interpretar la evolución reciente del empleo en la zona del euro. Se necesitarían cifras de empleo más detalladas, por ejemplo, sobre horas trabajadas, para evaluar mejor el impacto de estos factores específicos de algunos países. Sin embargo, aun tomando en consideración estos factores, se aprecian señales de mejora en la situación del mercado de trabajo, como lo indica el creciente número de puestos de trabajo vacantes y las expectativas de creación de empleo cada vez mayores que se recogen en las encuestas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información que se dispone desde principios de diciembre del 2005 tiende a confirmar el escenario de fortalecimiento y generalización de la recuperación de la actividad económica de la zona del euro. Los últimos datos muestran que el empleo siguió mejorando en la zona, y también se han observado señales de una nueva mejora en la confianza industrial y del consumidor. Este escenario de crecimiento sostenido es acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas a primeros de diciembre y con las previsiones de organizaciones internacionales e instituciones privadas. Los riesgos a la baja para estas perspectivas están relacionados, fundamentalmente, con los desequilibrios mundiales y con la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un periodo de debilidad en noviembre, el euro se mantuvo relativamente estable en diciembre y se apreció moderadamente a principios de enero. El fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales durante este periodo reflejó, en gran medida, su apreciación frente al dólar estadounidense y, en menor grado, frente al renminbi chino y la libra esterlina, que se compensó en parte con una caída frente al yen japonés y algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

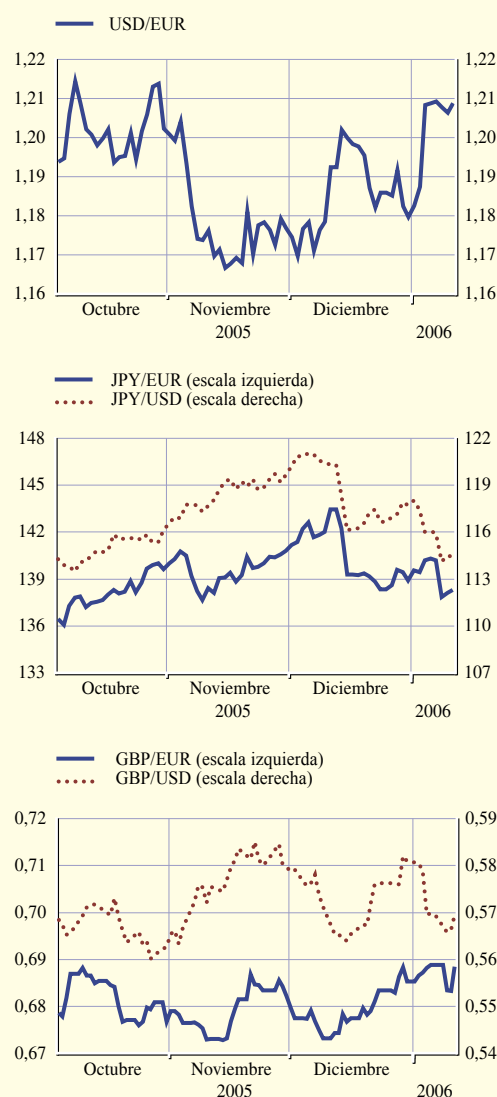
Tras experimentar una considerable caída frente al dólar estadounidense en noviembre, el euro se apreció moderadamente frente a esta moneda en diciembre y, de forma más acusada, a principios de enero (véase gráfico 27). La evolución del tipo de cambio entre el euro y el dólar se vio afectada notablemente por las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro. Los datos favorables sobre la economía de la zona del euro, combinados con un cambio en la información de la Reserva Federal en relación con las decisiones de política monetaria tendieron a debilitar las expectativas de los mercados respecto a un nuevo incremento del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. La información sobre unas fuertes entradas de inversiones de cartera atenuó la inquietud respecto a un nuevo récord del déficit comercial de Estados Unidos. En conjunto, el 11 de enero el euro cotizaba a 1,21 dólares, es decir, un 2,7% por encima del nivel de noviembre y un 2,8% por debajo de la media del año 2005.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras el notable descenso experimentado frente a las principales monedas en los últimos meses, el yen japonés registró una apreciación relativamente fuerte y generalizada en la segunda quincena de diciembre. La recuperación podría tener relación con factores técnicos, ya que, al parecer, los inversores cerraron posiciones cortas de notable magnitud acumuladas anteriormente frente a la moneda japonesa. El 11 de enero, el euro cotizaba a un 1,8% por debajo del nivel de finales de noviembre y un 1,1% por encima de la media del año 2005 (véase gráfico 27).

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

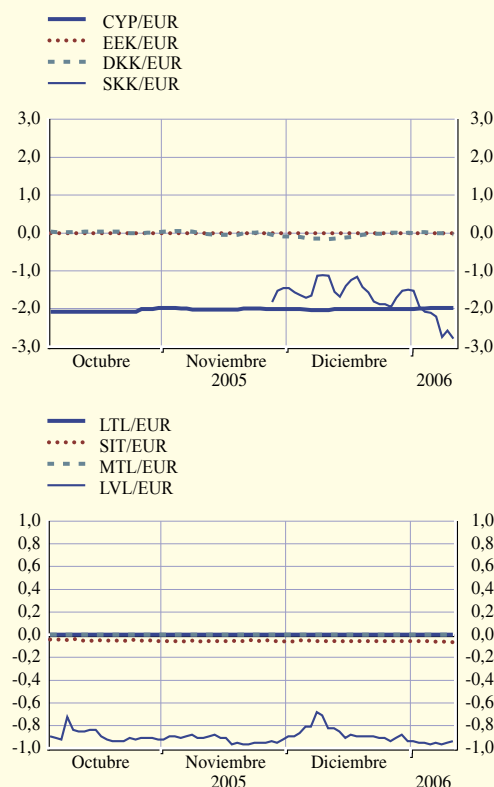
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

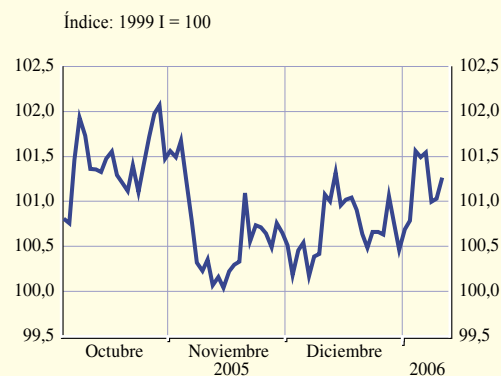


Fuente: BCE.

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

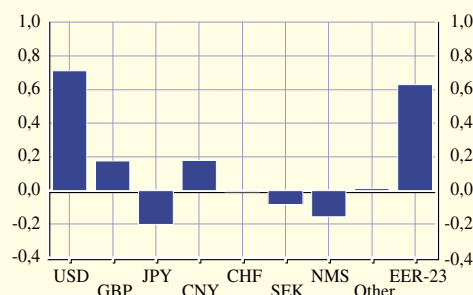
Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

30 noviembre 2005 - 11 enero 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.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En diciembre y en los primeros días de enero, la mayoría de las monedas del MTC II se mantenían en la respectiva paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 28). Junto con algunas otras monedas de Europa central y oriental, la corona eslovaca se apreció frente al euro (un 1,4%) hasta cotizar, el 11 de enero, un 2,8% por encima de la paridad, en la parte más alta de la banda de fluctuación en el mecanismo. Por lo que respecta a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, el euro se apreció frente a la libra esterlina hasta situarse, el 11 de enero, en 0,69 libras, es decir, un 0,9% por encima del nivel de finales de noviembre y un 0,7% por encima de la media del año 2005. El euro se depreció frente a la corona sueca (1,9%), que experimentó una recuperación bastante acusada en el período considerado, y también frente a la corona checa, el zloty polaco y el forint húngaro (0,6%, 3,4% y 1,1%, respectivamente).

OTRAS MONEDAS

Desde finales de noviembre, el euro se ha mantenido estable frente al franco suizo. La moneda única se apreció un 0,7% frente a la corona noruega, un 2,4% frente al dólar canadiense, un 0,9% frente al dólar australiano y un 2,6% frente al renminbi chino. Al mismo tiempo, se depreció un 2,4% frente al won de Corea del Sur.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 11 de enero, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,6% por encima del nivel registrado a finales de noviembre y un 1,6% por debajo de la media del año 2005 (véase gráfico 29). El moderado fortalecimiento del euro en términos efectivos nominales en diciembre y a principios de enero refleja, en gran medida, una apreciación frente al dólar estadounidense y, en menor grado, frente al renminbi chino y la libra esterlina, que se compensó en parte con una caída frente al yen japonés y algunas de las monedas de los nuevos Estados miembros.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de balanza de pagos disponibles hasta octubre del 2005 indican que las importaciones y las exportaciones nominales a países no pertenecientes a la zona del euro mantienen una fuerte tendencia al alza. Si bien el rápido crecimiento de las importaciones nominales se explica, principalmente, por el incremento de los precios de importación, el vigoroso aumento de las exportaciones refleja el dinamismo de las exportaciones reales. El crecimiento más acusado en términos nominales de las importaciones en relación con las exportaciones es el principal factor determinante del cambio de signo de la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses, que registró en octubre del 2005 un déficit de casi 9 mm de euros, frente al superávit de 43 mm de euros contabilizado un año antes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 60 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta octubre del 2005, frente a una situación prácticamente de equilibrio observada hasta mayo de ese mismo año. Esta evolución es consecuencia de las fuertes inversiones realizadas en valores de renta variable de la zona del euro.

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

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

			Media móvil de tres meses: período que finalizó en				Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	2005 Sep	2005 Oct	2005 Ene	2005 Abr	2005 Jul	2005 Oct	2004 Oct	2005 Oct
Cuenta corriente	-3,3	-9,0	1,9	1,8	-0,8	-5,8	42,6	-8,7
Bienes	5,3	0,2	6,8	6,7	5,6	2,6	110,1	65,4
Exportaciones	105,8	103,0	96,0	97,0	100,6	104,6	1.109,4	1.194,6
Importaciones	100,5	102,7	89,1	90,3	95,0	102,0	999,3	1.129,2
Servicios	2,5	2,6	2,2	2,5	2,0	2,4	29,1	27,0
Exportaciones	31,7	32,1	30,3	31,1	31,4	31,7	356,3	373,4
Importaciones	29,2	29,6	28,1	28,6	29,4	29,3	327,2	346,4
Rentas	-4,9	-7,4	-1,4	-2,9	-4,0	-5,5	-39,8	-41,4
Transferencias corrientes	-6,2	-4,4	-5,7	-4,5	-4,4	-5,3	-56,8	-59,7
Cuenta financiera¹⁾	28,1	-6,6	12,3	-1,5	18,9	6,8	-23,3	109,8
Total inversiones directas y de cartera	29,0	-6,1	-5,5	-5,0	35,8	-0,6	-1,5	74,3
Inversiones directas	-1,3	-0,9	-6,7	-7,3	-28,4	-4,7	-38,6	-141,2
Inversiones de cartera	30,3	-5,1	1,2	2,4	64,2	4,1	37,1	215,5
Acciones y participaciones	10,3	-12,5	14,7	-16,0	53,2	4,9	-4,1	170,6
Valores distintos de acciones	19,9	7,4	-13,5	18,4	11,0	-0,9	41,2	44,8

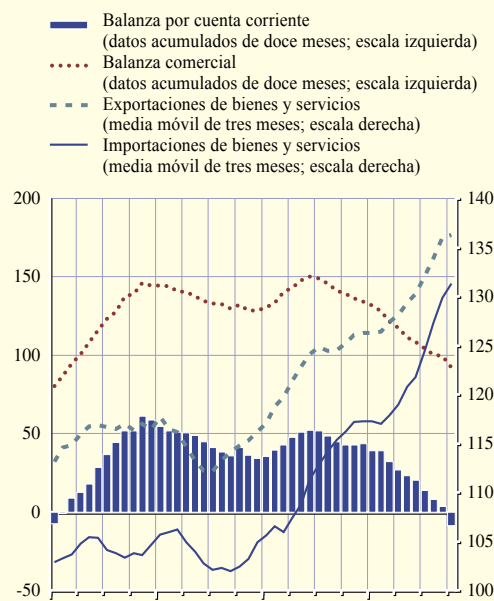
Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

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

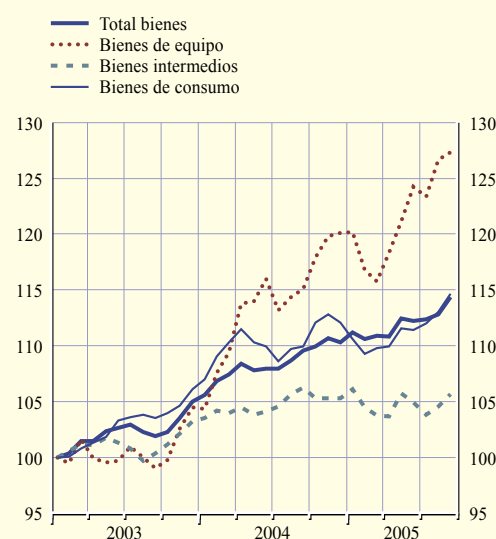
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 31 importaciones reales de algunos bienes procedentes de fuera de la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a septiembre del 2005.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles de balanza de pagos, correspondientes a octubre del 2005, confirman que las importaciones y las exportaciones nominales de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro mantienen la fuerte tendencia al alza, si bien se está produciendo una cierta desaceleración en comparación con los meses anteriores (véase gráfico 30). La media móvil de tres meses de las exportaciones se incrementó un 3,2% en octubre en comparación con la cifra correspondiente a julio (véase cuadro 8), debido a un pronunciado aumento de las exportaciones de bienes (3,9%) y a un crecimiento moderado de las exportaciones de servicios (1,1%). Durante el mismo período, las importaciones siguieron creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones (5,5%), como consecuencia del rápido incremento de las importaciones de bienes, mientras que las importaciones de servicios se mantuvieron prácticamente estables.

Los datos facilitados por Eurostat respecto a la desagregación del comercio exterior por volúmenes y precios (hasta septiembre del 2005) indican que el continuo aumento de las exportaciones nominales de bienes tiene su origen, principalmente, en el sólido crecimiento de las exportaciones reales. En el tercer trimestre del 2005, las exportaciones reales a Asia (especialmente China) y a los nuevos Estados miembros de la UE registraron un vigoroso incremento. Ello se debió tanto al crecimiento sostenido de las importaciones en esos países como a los aumentos en la competitividad en términos de precios de las exportaciones de la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la depreciación del euro en el segundo y en el tercer trimestres del 2005. Por categorías de productos, las exportaciones reales de bienes de equipo registraron un crecimiento mucho más vigoroso en el tercer trimestre que las de bienes intermedios y de consumo.

Al mismo tiempo, el reciente incremento de las importaciones de bienes es atribuible, principalmente, al sólido crecimiento de los precios de importación, si bien las importaciones reales también han seguido experimentando una aceleración. El aumento de los precios de importación registrado en el tercer trimestre del 2005 tuvo relación, básicamente, con la subida del precio del petróleo y, en menor medida, con el repunte los precios de importación en el sector manufacturero. Esto último podría deberse tanto a la depreciación del euro como al aumento de los costes de producción de las empresas que proveen productos importados a la zona del euro tras el alza de los precios del crudo.

La aceleración de las importaciones en términos reales que se inició en el segundo trimestre del 2005 continuó en el tercer trimestre, debido en parte al repunte del crecimiento del PIB de la zona del euro durante ese período, así como al sólido crecimiento de las categorías de gasto intensivas en importaciones, como las exportaciones y la inversión. En este contexto, la recuperación de las importaciones de la zona del euro puede atribuirse, en su mayor parte, a los significativos aumentos de las importaciones de bienes de equipo (véase gráfico 31) mientras que, desde principios del 2005, las importaciones reales de bienes de consumo crecieron a un ritmo moderado y las de bienes intermedios se mantuvieron prácticamente estables.

Como resultado de lo anterior, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes se redujo a unos 65 mm de euros en octubre. Considerando, además, la reducción del superávit de la balanza de servicios y el aumento del déficit de la balanza de rentas y transferencias corrientes, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit de unos 9 mm de euros en octubre del 2005 (menos del 0,1% del PIB) en comparación con el superávit de 43 mm de euros contabilizado un año antes.

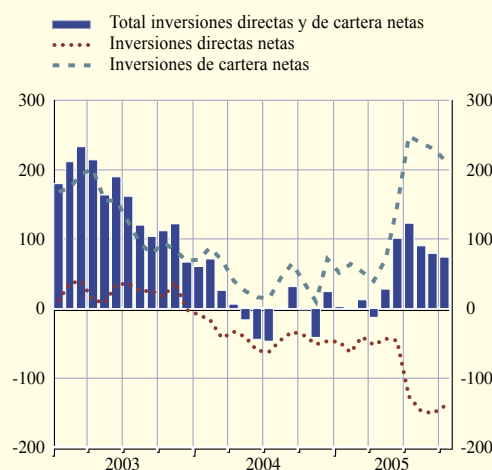
CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, unas salidas netas mensuales de 8 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta octubre del 2005 (véase cuadro 8), ya que las salidas netas de inversiones directas (4,6 mm de euros) y de valores distintos de acciones (7,9 mm de euros) compensaron con creces las entradas netas de inversiones de cartera en valores de renta variable (4,5 mm de euros). Las salidas netas de valores distintos de acciones registradas en septiembre y octubre fueron resultado de las grandes compras netas de valores de renta fija extranjeros por residentes de la zona del euro, posiblemente como consecuencia del aumento de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro.

Considerando los datos acumulados de doce meses, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas de 60 mm de euros en octubre (véanse gráfico 32 y cuadro 8). Concretamente, las inversiones netas en acciones y participaciones de la zona del euro, tras alcanzar prácticamente una posición de equilibrio en el año anterior, ascendieron a 170 mm de euros, como

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.

consecuencia en parte de la financiación de una operación de gran magnitud con inversión directa de la zona del euro en el exterior en julio del 2005. No obstante, aún después de tener en cuenta dicha operación, las inversiones netas en valores de renta variable de la zona del euro seguían representando el grueso de las entradas netas de inversiones directas y de cartera acumuladas en el período de doce meses. En este contexto, los datos procedentes de las encuestas de los mercados indican también un interés de los inversores extranjeros en los valores de renta variable de la zona del euro, ya que, en términos relativos, los consideran más atractivos desde la perspectiva de los precios.

ARTÍCULOS

PREVISIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE



De conformidad con las prácticas óptimas en vigor en los bancos centrales, la previsibilidad de la política monetaria es algo deseable. No obstante, hay que distinguir claramente entre el corto plazo y el largo plazo. Si bien la previsibilidad a corto plazo puede definirse estrictamente como la capacidad del público para anticipar correctamente las decisiones de política monetaria en horizontes temporales cortos, el concepto más amplio y significativo de previsibilidad a más largo plazo abarcaría la capacidad para comprender el marco de política monetaria de un banco central, es decir, sus objetivos y su comportamiento sistemático para reaccionar frente a circunstancias y contingencias diferentes. En este sentido más amplio, la previsibilidad a más largo plazo también guarda una estrecha relación con la credibilidad del banco central. En este artículo se examinan los principales aspectos conceptuales relativos a la previsibilidad, tanto en su dimensión de corto plazo como en la de más largo plazo, y se analiza cómo una estrategia de política monetaria transparente y una comunicación constante han permitido al BCE alcanzar un elevado nivel de previsibilidad general. Además, se presenta evidencia descriptiva, que indica que los mercados financieros han sido capaces de anticipar las decisiones de política monetaria del BCE con un grado de precisión similar al que anticipan las decisiones de otros grandes bancos centrales. El BCE mantiene su compromiso de fomentar una cabal comprensión de su política monetaria por parte del público y los mercados financieros, lo que contribuirá en mayor medida a elevar aún más los altos niveles de previsibilidad que se observan en la actualidad.

I INTRODUCCIÓN

Las prácticas óptimas en cuanto a la formulación de la política monetaria, tal y como se recogen en el marco de política monetaria del BCE, hacen hincapié en lo deseable de un alto nivel de previsibilidad respecto a las decisiones de los bancos centrales. Se puede distinguir entre los conceptos de previsibilidad a corto y a más largo plazo. La previsibilidad a corto plazo se logra cuando el público está en situación de anticipar correctamente las próximas decisiones de política monetaria del banco central¹. Un aspecto más fundamental de la previsibilidad de la política monetaria se refiere a su dimensión de más largo plazo, que exige que el público entienda verdaderamente el marco de política monetaria del banco central y su comportamiento a lo largo del tiempo. Un alto grado de previsibilidad en las decisiones que afectan a los tipos de interés es el resultado de ejecutar la política monetaria de forma creíble y transparente, explicándola bien al público. Así pues, si bien la previsibilidad entendida en sentido amplio no es un objetivo per se, potencia la eficacia de la política monetaria y contribuye a la rendición de cuentas ante el público en general.

En este artículo se analizan los principales aspectos conceptuales y empíricos relativos a la previsibilidad y se ilustra de qué manera el marco de política monetaria del BCE contribuye a mejorar la

previsibilidad a corto y a más largo plazo de la política monetaria única. En la sección 2 se examina de forma general la previsibilidad y su papel en la formulación práctica de la política monetaria. En la sección 3 se presenta el enfoque del BCE para mejorar la previsibilidad de su política monetaria, mientras que en la sección 4 se incluye evidencia empírica centrada en la previsibilidad de la política del BCE en comparación con otros grandes bancos centrales. En la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

2 PREVISIBILIDAD Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La previsibilidad de la política monetaria suele entenderse, en su definición más restringida, como la capacidad de los mercados financieros para anticipar correctamente las próximas decisiones de política monetaria de un banco central. Sin embargo, la previsibilidad de las decisiones del banco central no debe limitarse a este concepto de corto plazo, ya que no refleja adecuadamente la idoneidad de esas decisiones en lo que se refiere al objetivo de la estabilidad de precios. Por lo tanto, tendría más sentido aplicar una definición que haga referencia a un horizonte de más largo plazo y se centre en el cumpli-

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

Gráfico 1 Previsibilidad de la política monetaria



miento estricto, por parte del banco central, de sus objetivos institucionales, así como en la coherencia y la transparencia en el uso de los instrumentos disponibles para alcanzar esos objetivos. Un banco central es previsible a más largo plazo si sus objetivos son transparentes y creíbles, y si la institución los persigue de forma coherente en sus decisiones de política monetaria. Como consecuencia, normalmente el público entenderá mejor el comportamiento del banco central, en particular, sus reacciones sistemáticas frente a distintas circunstancias y contingencias (véase gráfico 1).

En este contexto, la previsibilidad a corto plazo no debe considerarse, de forma mecánica, como un indicador de transparencia de la política monetaria. Más bien, hay que pensar que un elevado nivel de previsibilidad a corto plazo es el resultado natural de la aplicación coherente de una estrategia de política monetaria por parte del banco central, combinada con una política de comunicación que explique sus objetivos y su evaluación económica. Como tal, la previsibilidad a corto plazo de las decisiones sobre los tipos de interés es un reflejo observable de la comprensión general del marco de política monetaria del banco central por parte del público.

La previsibilidad a más largo plazo potencia la eficacia de la política monetaria, principalmente a través de su contribución a la formación de expectativas

sobre la probable trayectoria futura de la economía. Este proceso de formación de expectativas es un elemento crucial en la transmisión de la política monetaria. En una economía de mercado, el banco central sólo puede influir directamente en los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, las decisiones relativas al consumo y la inversión, y por lo tanto también la evolución a medio plazo de los precios están condicionadas en gran medida por los tipos de interés a más largo plazo que, a su vez, dependen de las expectativas del sector privado respecto a las decisiones futuras del banco central y a la inflación. Como resultado, es importante que dicho sector esté en situación de anticipar correctamente la dirección general de la política monetaria en el medio plazo.

La previsibilidad reduce la incertidumbre respecto a los tipos de interés y, por ende, facilita la fijación de los precios de los activos y reduce las primas de riesgo, lo que a su vez contribuye a la eficiencia en la asignación de los mercados. Por lo tanto, permite a las empresas gestionar mejor sus balances, reduce su vulnerabilidad a las perturbaciones económicas y los costes de gestión del riesgo, creando así las condiciones propicias para las decisiones de inversión.

Además, el que el público entienda la estrategia de política monetaria ayuda a orientar la fijación de precios y salarios de manera compatible con los objetivos del banco central. Esto sólo puede lograrse mediante una aplicación coherente y creíble de la estrategia de política monetaria de la institución. En un contexto en el que el sector privado no entienda claramente la reacción del banco central ante la evolución económica, la impresión de que no existe un compromiso de mantener la estabilidad de precios a medio plazo puede traducirse en una previsibilidad imperfecta y, por lo tanto, en que las expectativas de inflación no queden ancladas de forma compatible con los objetivos del banco central. Así pues, las variaciones a corto plazo de la inflación y del producto podrían prolongarse más a través de la fijación de los salarios y de los precios, lo que se traduciría probablemente en fluctuaciones económicas injustificadas y en pérdidas de bienestar.

Si bien una comprensión más cabal del comportamiento sistemático de la política monetaria dará

lugar, normalmente, a un nivel más alto de previsibilidad a corto plazo, la previsibilidad perfecta a corto plazo quizá no sea un objetivo alcanzable en el caso de una política monetaria orientada a la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo. En primer lugar, la previsibilidad perfecta a corto plazo podría alcanzarse de forma trivial si el banco central siempre ejecutara mecánicamente las expectativas del mercado, pero este enfoque no sería adecuado. Dado que las expectativas de los mercados financieros respecto a los tipos de interés futuros a corto plazo reflejan, en gran medida, la visión actual del mercado respecto a la próxima decisión en materia de política, la ejecución mecánica de esas expectativas por parte del banco central haría que éstas se autocumplieran aun cuando no necesariamente reflejen una orientación adecuada de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios. Por el contrario, un banco central que aplique una política monetaria orientada a la estabilidad puede reforzar las expectativas respecto a los tipos de interés ofreciendo frecuentemente una evaluación independiente y completa de la situación económica y monetaria actual y futura. En segundo lugar, un banco central puede alcanzar la previsibilidad perfecta anunciando por anticipado sistemáticamente las variaciones de los tipos de interés y poniéndolas en práctica en cualquier circunstancia. No obstante, un compromiso incondicional por parte del banco central respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales restaría flexibilidad a su marco de política monetaria al limitar su capacidad para reaccionar con rapidez ante un cambio súbito en la situación económica. La necesidad de reaccionar con rapidez podría limitar también, en algunas ocasiones, la oportunidad de preparar totalmente a los mercados antes de tomar una decisión sobre política monetaria. Como resultado, si bien los bancos centrales no tienen intención de sorprender a los mercados, todo indicio respecto a la orientación de la política monetaria debe considerarse condicionado a cualquier nueva información relevante a efectos de evaluar los riesgos para la estabilidad de precios.

Para que el público entienda el comportamiento del banco central es, a todas luces, indispensable mantener una trayectoria coherente y fiable en la formulación de la política económica. Sin embar-

go, hay que señalar que este objetivo no se puede alcanzar aplicando mecánicamente una sencilla regla de política que vincule los tipos de interés de intervención con un pequeño conjunto de indicadores de manera perfectamente previsible². Los cambios en las principales variables que afectan a la orientación de la política monetaria están frecuentemente sujetos a revisiones sustanciales y a relaciones estructurales inciertas. Además, una política monetaria que se guíe por un pequeño conjunto de indicadores no necesariamente garantizaría la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Al reaccionar frente a los riesgos para dicha estabilidad y frente a las perturbaciones, el banco central ha de considerar varios factores, por ejemplo, la naturaleza y el tipo de la perturbación, la posición actual en el ciclo económico, la acumulación de desequilibrios en la economía, la estabilidad del sistema financiero y la evolución de los precios de los activos.

Por último, la comunicación desempeña un papel clave para mejorar la previsibilidad ya que permite al público comprender las decisiones que afectan a la política monetaria. Dado que dichas decisiones se basan necesariamente en factores de juicio y que no se pueden adoptar mecánicamente, la medida en que pueden resultar evidentes para el público es limitada. Por lo tanto, el banco central ha de mantener una actitud abierta y transparente al comunicar sus objetivos de política económica, así como los fundamentos lógicos en que se basan sus decisiones. No debe publicar previsiones incondicionales de los tipos de interés oficiales a medio o largo plazo, sino permitir que el público entienda cómo reacciona sistemáticamente la política monetaria en distintas condiciones económicas y monetarias y frente a los acontecimientos futuros. Así pues, la transparencia en los objetivos combinada con la coherencia en la toma de decisiones, explicadas de forma creíble al público mediante una política de comunicaciones convincente, permite establecer un sólido historial que sienta las bases para lograr un elevado nivel de previsibilidad de la política monetaria.

2 Para un análisis detallado de este tema, véase el artículo titulado «Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», en el Boletín Mensual de octubre del 2001.

3 EL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y LA PREVISIBILIDAD

Cada banco central ha de encontrar el enfoque más conveniente para que las palabras se correspondan con los hechos, a fin de mejorar la previsibilidad de su política monetaria. El enfoque elegido está inextricablemente unido a la historia del banco y al entorno económico e institucional que lo rodea. Aunque en 1999 el BCE, como banco central recién creado, pudo aprovechar la experiencia de los bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema, no contaba con un historial propio de política monetaria coherente. Al mismo tiempo, el BCE tenía que hacer frente a un alto grado de incertidumbre, que tenía su origen en los datos, los parámetros estructurales y la necesidad de identificar el modelo económico apropiado para analizar la economía de la zona del euro. En estas condiciones se planteaba un considerable desafío para la ejecución de una política monetaria previsible.

Desde el principio, el BCE asignó gran prioridad a la instrumentación de una estrategia de política monetaria que pudiera servir de base a una trayectoria creíble y previsible³. En primer lugar, al anunciar su estrategia a finales de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE cuantificó el objetivo de estabilidad de precios en consonancia con sus competencias. Este objetivo cuantificado constituye un indicador de referencia para la política monetaria de la institución, que aumenta su responsabilidad frente al público y facilita un punto de atención para las expectativas de inflación a largo plazo⁴. Si bien la medición empírica de esas expectativas debe realizarse con cierta cautela, las medidas disponibles derivadas de los bonos indicados con la inflación y de diversas encuestas sugieren que el BCE ha logrado con éxito anclar las expectativas de inflación en la zona del euro⁵.

En segundo lugar, el BCE ha mantenido una orientación de medio plazo en su estrategia de política monetaria. Si bien un banco central establece su política monetaria en respuesta a las perturbaciones que afectan a la economía y a las estructuras y expectativas vigentes, también ha de tener en cuenta el hecho de que los mercados financieros y el

público en general tratan, por su parte, de entender el comportamiento general de la política monetaria cuando forman sus expectativas. Ese comportamiento puede resultar más fácil de detectar si el banco central opera de forma más bien gradual y no trata de ajustar la evolución económica, en particular habida cuenta de los problemas que entraña medir el estado de la economía y de los importantes y variables desfases temporales⁶. La orientación a medio plazo de la trayectoria de la política adoptada por el BCE ayuda al público a comprender la reacción del banco central frente a la evolución de las tendencias económicas, lo que contribuye a reducir la volatilidad general y a evitar las perturbaciones causadas por una política errática de fijación de los tipos de interés.

El BCE también se ha mostrado muy activo en lo que se refiere a la transparencia y la comunicación constante con el público. En este contexto, la transparencia puede definirse como un entorno en el que el banco central facilita de forma franca, clara y puntual al público en general y a los mercados toda la información pertinente sobre sus competencias, estrategia, evaluaciones y decisiones de política económica⁷. El BCE considera que la transparencia no sólo es una obligación para garantizar una rendición de cuentas democrática, sino también una oportunidad para comunicar información que facilite los procesos de aprendizaje y de formación de las expectativas en el sector privado⁸. En particular, el enfoque sistemático respecto a la política monetaria se ha explicado con más claridad en numerosos discursos, estudios y artículos del Boletín Mensual. Al mismo tiempo,

3 Véase BCE (2004): La política monetaria del BCE.

4 Véase Levin, A. T., F. M. Natalucci y J. M. Piger (2004), «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», ECB Working Paper n° 383.

5 Véase, en particular, la intervención de Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, titulada «Monetary policy and 'credible alertness'», en el panel celebrado en la Jackson Hole Conference el 27 de agosto de 2005.

6 Véase Issing, O. et al. (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, BCE.

7 Véase el artículo titulado «La transparencia en la política monetaria del BCE», en el Boletín Mensual de noviembre del 2002. Véase también Issing, O. (2005), «Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century», Federal Reserve Bank of St. Louis Review 87 (2, Part 1), pp. 65-83.

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

cabe señalar que la búsqueda de transparencia y previsibilidad supone que la información que se publique ha de estar bien estructurada y organizada. De lo contrario, podría resultar confusa y contraproducente para la eficiencia del proceso de formación de las expectativas.

El enfoque colegiado que aplica el Consejo de Gobierno en la toma de decisiones se refleja en la introducción que precede a las conferencias de prensa celebradas los días en que se reúne el Consejo, en las que las decisiones sobre la política monetaria se explican al público casi en tiempo real. Además, los estudios empíricos corroboran la opinión de que la forma en que el Eurosistema ha comunicado la situación económica y la orientación de la política monetaria ha sido también, en general, homogénea⁹.

4 PREVISIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE: EVIDENCIA EMPÍRICA

Pese a que la historia de la zona del euro es relativamente corta, en varios estudios empíricos se ha evaluado la previsibilidad de la política monetaria del BCE. Principalmente por motivos relacionados con la mensurabilidad y la viabilidad de los análisis empíricos, la mayoría de estos estudios se han centrado en el concepto más estricto de previsibilidad a corto plazo. A pesar de emplear enfoques y datos diferentes, estos estudios llegan, en general, a la conclusión de que los mercados financieros han previsto bien las decisiones de política monetaria del BCE. En esta sección se presentan y actualizan algunos de estos resultados¹⁰.

No existe un enfoque único para medir la previsibilidad a corto plazo. Por consiguiente, los resultados de estudios empíricos en los que se utilizan diferentes enfoques pueden variar en cierta medida. Por ejemplo, las medidas de la previsibilidad pueden basarse en información obtenida a partir de distintos precios de los activos del mercado monetario o de encuestas de los participantes en los mercados financieros. El horizonte temporal es otro elemento a tener en cuenta: cuando éste es más corto, el análisis empírico se centra en la decisión de política monetaria de un día dado e in-

cluye la información de que dispone el banco central en el momento de la decisión, mientras que un horizonte más largo puede incorporar información adicional sobre la trayectoria futura de la política monetaria.

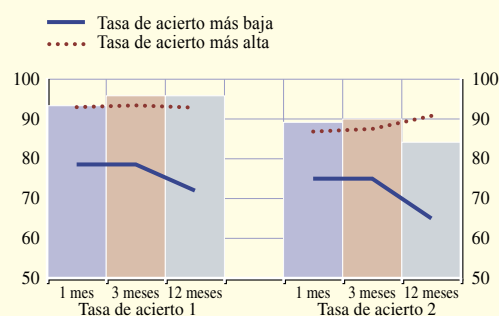
La previsibilidad a corto plazo se mide normalmente utilizando las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario más próximas en el tiempo a las decisiones de política monetaria¹¹. Los mercados financieros siguen muy de cerca las decisiones del banco central y, por lo tanto, los tipos de interés de mercado contienen toda la información de que éstos disponen sobre las perspectivas económicas y la orientación de la política monetaria en un momento dado. Como resultado, las variaciones de los tipos de interés de mercado que se produzcan en torno a la fecha en que se adopten las decisiones sobre política monetaria pueden interpretarse como una medida del elemento «sorpresa» que contiene la decisión anunciada. En este contexto, tanto las variaciones imprevistas del tipo de interés oficial, como la inacción cuando se espera una variación de dicho tipo constituyen una sorpresa. A partir de estos datos, se pueden calcular las «tasas de acierto», es decir, el número de días en que se adoptan decisiones de política monetaria cuando el elemento sorpresa es menor que un valor dado como umbral, dividido entre el número total de días en que se toman decisiones de esa naturaleza (véase gráfico 2). Cuanto más altas son esas tasas, más alto es tam-

9 Véase Ehrmann, M. y M. Fratzscher (2005), «Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?», ECB Working Paper n° 488.

10 El análisis presentado en esta sección se basa en el trabajo de Wilhelmsen, B.-R. y A. Zaghini (2005), «Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison», ECB Working Paper n° 504, con datos hasta el 12 de diciembre de 2005. Connolly, E. y M. Kohler (2004), «News and interest rate expectations: a study of six central banks», Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper, y Ehrmann y Fratzscher (2005) son ejemplos de otros estudios recientes que incluyen también una comparación internacional. Para una lista más completa de estudios sobre estos temas, véanse las referencias de estas publicaciones.

11 Este artículo se centra en indicadores relativamente sencillos e ilustrativos de previsibilidad a corto plazo, fácilmente comparables entre distintas áreas monetarias. Wilhelmsen y Zaghini (2005) han aplicado recientemente a los datos de otros bancos centrales estos indicadores, que se utilizaron por primera vez para medir la previsibilidad del BCE en Sicilia, J. y G. Pérez-Quirós (2002), «Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?», ECB Working Paper n° 192.

Gráfico 2 Tasas de acierto del BCE comparadas con las de otros grandes bancos centrales



Fuentes: Cálculos del BCE a partir de datos de Reuters, BPI y Global Financial Data.

Notas: Las barras representan las tasas de acierto de BCE, y las líneas, las de un grupo de grandes bancos centrales (Reserva Federal de Estados Unidos, Bank of England, Bank of Canada, Reserve Bank of Australia, Banco Nacional de Suiza y Reserve Bank of New Zealand). Para una descripción detallada de la metodología empleada, véase Wilhelmsen y Zaghini (2005). El período muestral considerado está comprendido entre el 1 de enero de 1999 y el 12 de diciembre de 2005 (debido a la falta de datos, para algunos activos internacionales de referencia el período muestral es ligeramente más corto). Los datos utilizados se han obtenido a partir de los tipos interbancarios correspondientes a distintos vencimientos (EURIBOR para la zona de euro).

nes de los órganos rectores, así como aquellos en que sin haber reunión programada se adopten decisiones que afecten a los tipos de interés. En el caso del BCE, se incluye la reunión mensual del Consejo de Gobierno en la que, normalmente, se discuten decisiones de política monetaria¹².

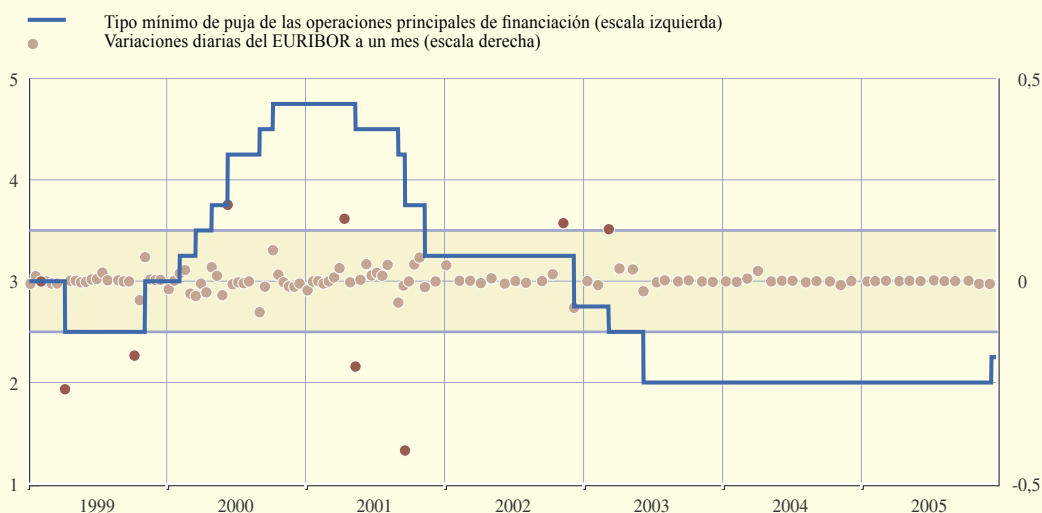
En el ejercicio que se considera en este artículo se utilizaron dos valores umbral para calcular distintas tasas de acierto. Se definen como una variación diaria de 12,5 puntos básicos, que corresponde a una probabilidad del 50% de que el tipo de interés oficial varíe 25 puntos básicos (tasa de acierto 1) y al doble de la volatilidad normal de las variaciones diarias (tasa de acierto 2). Si bien los valores umbral y las consiguientes tasas de acierto son, hasta cierto punto, arbitrarios, son también un instrumento útil para comparar la previsibilidad a corto plazo entre los grandes bancos centrales. Las tasas de acierto se calculan utilizando los tipos de interés del mercado monetario correspondientes a activos con tres plazos de vencimiento diferentes (uno, tres

bién el grado de previsibilidad. Se cuentan como días en que se toman decisiones de política monetaria todos los días en que hay programadas reunio-

12 Hasta noviembre del 2001, estas reuniones tuvieron lugar dos veces al mes. Las decisiones de política monetaria de este período incluyen la de bajar los tipos de interés, que se adoptó en una reunión no programada celebrada el 17 de septiembre de 2001.

Gráfico 3 Tipo mínimo de puja de las OPF y variaciones diarias del EURIBOR a un mes

(en porcentaje; puntos porcentuales)



Fuente: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas más finas representan el umbral de $\pm 12,5$ puntos básicos, y los círculos, las variaciones diarias del EURIBOR a un mes en torno al día de la decisión de política monetaria.

y doce meses). Como se indica en el gráfico 2, las tasas de acierto correspondientes a diferentes vencimientos y valores umbral indican un elevado nivel de previsibilidad para las decisiones del BCE. Las tasas de acierto del BCE son elevadas en términos absolutos (varían entre un mínimo del 84% y un máximo del 96%) y, en todos los casos, se acercan al límite superior del intervalo observado en varios de los grandes bancos centrales. Las dos tasas de acierto proporcionan información similar, si bien la número 2 representa una prueba más estricta de la previsibilidad a corto plazo.

En el gráfico 3 se presenta el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema, junto con las variaciones diarias del EURIBOR a un mes. Los círculos claros próximos al valor cero (en la escala derecha) corresponden a los días en los que la variación diaria absoluta de los tipos de mercado fue inferior a 12,5 puntos básicos, es decir, los días en que los mercados financieros previeron con acierto las decisiones de política monetaria del BCE. Los círculos oscuros situados fuera de la banda corresponden a los días en que la decisión tomó por sorpresa a los mercados.

El gráfico ilustra, además, la elevada previsibilidad de las decisiones del BCE a corto plazo, ya que en la mayoría de los días los mercados anticiparon la decisión de política monetaria. Estos resultados indican que, de un total de 120 días en los que se reunió el Consejo de Gobierno, los mercados financieros se vieron sorprendidos —de acuerdo con esta definición— en sólo ocho ocasiones. La mayor sorpresa se produjo el 17 de septiembre de 2001, cuando el BCE redujo los tipos de interés en una reunión no programada para dar respuesta a los excepcionales sucesos del 11 de septiembre de ese año. Las sorpresas se distribuyen más o menos por igual entre los días en que se modificó el tipo de interés oficial y entre los que no se modificó. A todas las sorpresas producidas en días en que no se modificaron los tipos de interés siguió, un mes después, una modificación de tipos, de lo que se deduce que esas sorpresas guardaron relación con el momento preciso de las decisiones. También es probable que algunas de las sorpresas tuvieran relación con la magnitud de la variación de los tipos de interés oficiales, lo que se cumple en particular en el caso de las sor-

presas ocurridas dentro de periodos más largos de gradual endurecimiento o relajación de dichos tipos (como a principios del 2002 o a principios del 2003, respectivamente). Por último, las mayores sorpresas se produjeron dentro de los tres primeros años de la Unión Monetaria, lo que indica que la previsibilidad a corto plazo del BCE podría haber aumentado con el tiempo. Esta evidencia podría reflejar el hecho de que los mercados financieros han ido aprendiendo más sobre el marco de política monetaria y las comunicaciones del BCE¹³.

El anuncio de la decisión de política monetaria del BCE viene seguido de una conferencia de prensa en la que el Presidente de la institución ofrece una explicación detallada de las perspectivas económicas de la zona del euro y de los riesgos para la estabilidad de precios. El objetivo de esta comunicación es lograr que el público entienda mejor la decisión en cuestión y la posible evolución de los tipos de interés oficiales en el futuro. Así pues, un análisis separado de la volatilidad de los tipos de interés de mercado en cortos intervalos de tiempo en torno al momento del anuncio y de la conferencia de prensa constituye un útil punto de partida para medir el impacto de estos acontecimientos en los mercados financieros. La evidencia que se presenta en el recuadro 1 sugiere que la volatilidad de los precios de los futuros sobre bonos a largo plazo aumenta en torno al momento en que el BCE anuncia su política monetaria y celebra sus conferencias de prensa, de lo que se deduce que cualquiera de estos eventos contiene información relevante para los mercados de bonos. No obstante, el aumento de la volatilidad es relativamente moderado y de corta duración, lo cual es coherente con la interpretación de que las decisiones del BCE y su comunicación han sido, en conjunto, previsibles¹⁴.

13 El BPI señala una mejora general de la previsibilidad de los grandes bancos centrales a partir de mediados de los años ochenta [véase BPI (2004), Informe Anual]. En el caso del BCE, el aumento de la previsibilidad puede también estar relacionado con el hecho de que, desde noviembre del 2001 hasta diciembre del 2005, las decisiones de política monetaria se han adoptado normalmente sólo una vez al mes.

14 Para un análisis del impacto de los anuncios y comunicaciones de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, véase Gürkaynak, R., B. Sack y E. T. Swanson (2005), «Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements», *International Journal of Central Banking* 1(1), pp. 55-93. Ehrmann y Fratzscher (2005) presentan evidencias complementarias basadas en las comunicaciones realizadas por el BCE en momentos distintos de las fechas de las reuniones.

Recuadro I

EFFECTOS DE LOS ANUNCIOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y DE SU COMUNICACIÓN SOBRE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO

Los tipos de interés a largo plazo reflejan, entre otros factores, las opiniones de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales. En consecuencia, a través de sus decisiones de política monetaria y de la comunicación de las mismas, un banco central puede influir de forma significativa en los tipos de interés a largo plazo. En el presente recuadro se analiza la medida en que los anuncios de la política monetaria y las correspondientes conferencias de prensa del BCE tienden a producir variaciones en los mercados de renta fija a largo plazo de la zona del euro. A estos efectos, se examina la volatilidad de los precios de los contratos de futuros sobre bonos alemanes a diez años (*Bunds*) en breves intervalos intradía en torno al anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE y a la conferencia de prensa en la que el presidente del Banco Central Europeo explica las decisiones adoptadas.

La volatilidad de los precios de los futuros sobre bonos alemanes indica en qué medida estos anuncios de política monetaria contienen «noticias» que induzcan a los participantes en el mercado a revisar sus expectativas respecto a la evolución futura de la política monetaria. Si estos anuncios influyen en las expectativas del mercado, la volatilidad deberá aumentar en relación con períodos sin anuncios. Incluso si la política monetaria es, en gran medida, predecible, cabrá esperar algunas reacciones del mercado ante anuncios de política monetaria, con el consiguiente incremento de la volatilidad. En primer lugar, los bancos centrales podrían haber transmitido al mercado mensajes de índole distinta a la de anuncios anteriores. En segundo lugar, aunque los participantes en el mercado esperen y comprendan una decisión de política monetaria, los anuncios podrían provocar reestructuraciones de cartera entre los participantes que se aparten de las expectativas medias correctas. No obstante, cualquier incremento de la volatilidad del mercado debería ser relativamente moderado y de corta duración. Así pues, aunque las decisiones y comunicaciones de política monetaria sean esperadas y comprendidas, no deberían incrementar de forma persistente la incertidumbre de los mercados financieros.

Para examinar el comportamiento de la volatilidad en torno a esos momentos se ha calculado la tasa media de variación absoluta de los precios en cinco intervalos consecutivos de diez minutos en torno a cada anuncio que tuvo lugar entre enero del año 1999 y agosto del 2005. El primer intervalo corresponde a los diez minutos inmediatamente anteriores al anuncio, el segundo a los diez minutos inmediatamente posteriores y los tres últimos intervalos representan la volatilidad media hasta 40 minutos después del anuncio. Estas volatilidades medias se utilizan para establecer la ratio entre la volatilidad en los días de reuniones en las que se adoptaron decisiones de política monetaria y la volatilidad en los correspondientes días en los que no se celebraron reuniones. Un valor superior a 1 indica que los anuncios de la política monetaria y su comunicación generaron variaciones en el mercado más pronunciadas de lo que podría considerarse como volatilidad «normal» en días sin anuncios. Cuanto mayor sea el contenido informativo de un anuncio, más intensa debería ser la reacción del mercado financiero. Los resultados del período muestral total se presentan en el gráfico.

El impacto que el anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE produce en el mercado (véase la barra correspondiente al intervalo de diez minutos posterior al anuncio) se refleja en un aumento de la volatilidad, que se mantiene en un nivel superior al normal en el tercer intervalo (entre 10 y 20 minutos después del anuncio). Sin embargo, la volatilidad tiende a volver rápidamente a la

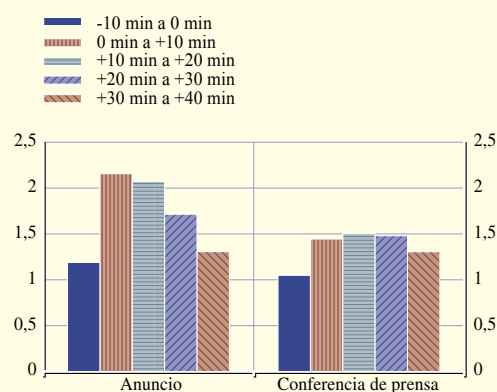
normalidad poco después. Ello sugiere que, durante el período muestral, los anuncios de política monetaria contenían algunas noticias para el mercado y que los inversores necesitaron cierto tiempo para acomodarse completamente a estas noticias. No obstante, aunque el incremento inmediato de la volatilidad es importante en términos estadísticos, su incidencia puede todavía considerarse como relativamente moderada y tiende a ser poco duradera.

De forma similar, después de las conferencias de prensa puede observarse una volatilidad superior a la media, que se mantiene en niveles altos en el tercer intervalo de tiempo y va disminuyendo posteriormente. Parte del salto de volatilidad que se produce tras la conferencia de prensa podría ser también consecuencia de la publicación simultánea de datos macroeconómicos.

En general, las decisiones de política monetaria y las correspondientes conferencias de prensa del BCE fueron acompañadas por una volatilidad de los mercados de renta fija más alta de la media. Ello debería indicar que las nuevas informaciones comunicadas por el BCE fueron incorporadas a los precios por los inversores. Sin embargo, el aumento de la volatilidad es moderado y de corta duración, lo que respalda la opinión de que las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE han sido bastante previsibles.

De forma más general, si bien son varios los factores que influyen en la volatilidad de los precios de los activos, ésta permite medir el nivel general de incertidumbre persistente en los mercados financieros cuando se evalúa durante un período más prolongado. Esta incertidumbre puede tener su origen, en parte, en una insuficiente comprensión del marco de política monetaria. A este respecto, las variaciones de la volatilidad de los

Volatilidad de los precios de los bonos en torno al anuncio de las decisiones de política monetaria y a la conferencia de prensa del BCE



Fuentes: Tick Data y cálculos del BCE.

Nota: Las barras representan la ratio entre la volatilidad media de los precios realizados de los bonos en torno al momento del anuncio de las decisiones de política monetaria y de la conferencia de prensa y la volatilidad observada en los correspondientes días en los que no se celebraron reuniones del Consejo de Gobierno.

mercados con el tiempo también pueden proporcionar información sobre posibles cambios en la previsibilidad de la política monetaria en un sentido más amplio, de más largo plazo. En el recuadro 2 se presenta evidencia de un reciente descenso de la incertidumbre en los mercados y se sugiere, en principio, que dicho descenso es indicativo de un incremento en la previsibilidad del BCE.

Recuadro 2

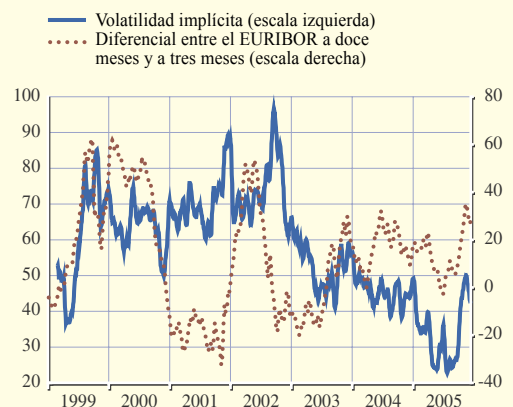
PREVISIBILIDAD DE LOS BANCOS CENTRALES Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA DERIVADA DE LAS OPCIONES SOBRE FUTUROS DE TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO

Un banco central puede reducir la incertidumbre en torno a los niveles futuros de los tipos de interés a corto plazo incrementando la previsibilidad de sus acciones futuras. Una medida corriente de la incertidumbre es la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre contratos de futuros de los tipos de interés a tres meses del mercado monetario. En el presente recuadro se analiza la evolución de la volatilidad implícita derivada de los futuros del EURIBOR a tres meses.

De acuerdo con los supuestos convencionales, la volatilidad implícita se calcula normalmente a partir de modelos de valoración de opciones, para obtener una estimación de la dispersión esperada de las variaciones porcentuales futuras de los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, esta estimación directa puede ocultar niveles muy diferentes de volatilidad de los tipos de interés de los futuros, ya que depende del nivel del propio tipo de interés. Para resolver esta cuestión, se pondera la volatilidad implícita medida en porcentajes por el nivel del tipo de interés implícito. Por ejemplo, una volatilidad implícita del 20% equivale a una desviación esperada anualizada de 40 puntos básicos en las variaciones de los tipos de interés, si el tipo de interés de los futuros es del 2%. En este recuadro se utiliza el cálculo de una medida de vencimiento constante, obtenida a partir de la interpolación de una curva de volatilidades implícitas, ponderada por la medida correspondiente del tipo de interés implícito¹.

Volatilidad implícita de la zona del euro con plazo al vencimiento de seis meses derivada de las opciones sobre los futuros del EURIBOR a tres meses

(puntos básicos, media móvil de diez días)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

La volatilidad implícita con un plazo al vencimiento de seis meses derivada de los futuros del EURIBOR fue, en promedio, de 58 puntos básicos en el período comprendido entre febrero del año 1999 y diciembre del 2005 (véase gráfico). La volatilidad implícita fluctuó alrededor de los 70 puntos básicos entre el segundo semestre del año 1999 y finales del 2002 y cayó hasta cerca de 50 puntos básicos en el primer semestre del 2003. Cabe observar que el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE no ha experimentado variaciones desde junio del 2003 hasta noviembre del 2005, año en el que la volatilidad implícita fue, en promedio, de 33 puntos básicos.

En general, la elevada volatilidad se asocia, con frecuencia, a períodos de variaciones significativas de la pendiente de la curva de rendimientos de los mercados monetarios, que se reflejan en el diferencial entre los tipos de interés a doce meses y a tres meses. En particular, las notables variaciones que experimentó la curva de rendimientos en el 2002 fueron acompañadas por altos niveles de volatilidad implícita. Las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos observadas en el 2004

¹ Para un análisis más detallado de la volatilidad implícita durante períodos más largos, véase el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002.

y 2005 son comparables a las registradas en la mayor parte del 2001 y 2003. Sin embargo, la volatilidad implícita se situó en niveles sensiblemente inferiores a los alcanzados en estos períodos. El incremento de la volatilidad implícita observado desde octubre del 2005 refleja, en gran medida, la incertidumbre acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés. Sin embargo, en comparación con el aumento de los tipos de interés registrado a finales de 1999, la volatilidad implícita sigue siendo muy baja. En general, estos datos confirman la opinión de que el BCE puede haber logrado un mayor grado de previsibilidad con el tiempo. Por otro lado, el entorno macroeconómico puede haber influido también en el descenso de la volatilidad.

En resumen, la evidencia que se presenta en esta sección respecto a la previsibilidad confirma la conclusión de que, en general, los mercados financieros han previsto bien las decisiones de política monetaria del BCE en el corto plazo. Estos resultados demuestran también que, más allá del impacto que tenga el anuncio de la política en cuestión, su comunicación por parte del BCE el día de la decisión influye en los mercados financieros al proporcionarles información adicional sobre las decisiones presentes y futuras de la institución respecto a la política monetaria. Por último, el hecho de que la volatilidad de los mercados haya sido menor en los últimos años corrobora la idea de que la comprensión del marco de política monetaria del BCE ha mejorado con el tiempo.

5 CONCLUSIÓN

En 1999 el BCE, como banco central de nueva creación, se enfrentaba al considerable desafío de instaurar un marco de política monetaria y de comunicación que fomentara la previsibilidad. Por lo tanto, a finales de 1998, anunció una estrategia de política monetaria orientada al medio plazo, que incluía una cuantificación de su objetivo de estabilidad de precios y un marco analítico para

guiar sus decisiones. Ello se ha complementado con una política de comunicaciones periódicas, encaminada a explicar cómo evalúa el BCE la situación económica, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo y la forma en que éstos influyen sistemáticamente en las decisiones de política monetaria.

Tras siete años de ejecución de la política monetaria de la zona del euro, la evidencia empírica confirma que, aplicando este enfoque, el BCE ha logrado un alto grado de previsibilidad a corto plazo, resultado natural de una estrategia de política monetaria en la que se hace hincapié en un elevado nivel de previsibilidad del comportamiento del banco central, respaldada por una política de comunicaciones transparente, integral y puntual. En los próximos años, el BCE mantendrá su compromiso de fomentar una comprensión cabal de su política monetaria. Ello es esencial para la eficacia de dicha política y contribuye a que la institución rinda cuentas ante el público en general. No obstante, hay que reconocer que la previsibilidad a corto plazo no es un objetivo de la política monetaria per se y que existen límites para seguir aumentando la capacidad de anticipar las próximas decisiones de política monetaria.

HEDGE FUNDS: EVOLUCIÓN E IMPLICACIONES



La crisis del fondo Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 puso de manifiesto la importancia del sector de los hedge funds para el sistema financiero internacional en su conjunto. Desde entonces, este sector ha continuado creciendo y desarrollándose sin interrupción, de modo que ha seguido siendo el centro de atención de las autoridades y de la comunidad financiera. En este artículo, que hace hincapié en la dimensión europea, se describen las principales características del sector de los hedge funds y se comenta su evolución reciente. También se presenta una panorámica del debate sobre regulación que está teniendo lugar actualmente, que gira en torno a las implicaciones del papel creciente de estos fondos para el sistema financiero y las posibles iniciativas de los sectores públicos y privados.

I INTRODUCCIÓN

La crisis del Long-Term Capital Management (LTCM) en septiembre de 1998 y sus secuelas en el sistema financiero mundial hicieron que las autoridades y la comunidad financiera fijaran su atención en los *hedge funds*. Sin embargo, esta crisis constituyó sólo un revés temporal para el crecimiento a largo plazo de este sector, que no se ha interrumpido desde entonces. Entre diciembre de 1998 y septiembre del 2005, el capital total gestionado por estos fondos creció a una tasa anual del 28%, y se estima que supera el billón de dólares¹. Si bien los *hedge funds* quedaron reservados inicialmente a inversores con un patrimonio muy elevado, ahora se han convertido en un importante instrumento de inversión alternativo, al que pueden acceder inversores institucionales y particulares, tanto directa como indirectamente.

El objetivo de este artículo es presentar una panorámica de la evolución del sector de los *hedge funds* y el debate que ha generado. El carácter de este sector es esencialmente internacional, pero siempre que sea posible se abordará también su dimensión específicamente europea. El artículo se divide en siete secciones, proporcionándose en las dos secciones siguientes detalles sobre el sector de los *hedge funds* y centrándose en las tres posteriores en el debate que se está desarrollando actualmente.

En la sección 2 se analizan las características típicas de los *hedge funds*, distinguiéndolas de las de los fondos de inversión tradicionales. En la sección 3 se examina la evolución principal del sector en los últimos años. Las implicaciones para el sistema financiero en su conjunto, principalmente desde el punto de vista de la estabilidad, se tratan en la sección 4. En la sección 5 se presenta el de-

bate sobre la posible regulación de estos fondos, bien directamente o a través de sus interacciones con los bancos. En la sección 6 se profundiza en este asunto analizando las implicaciones para los bancos en materia de supervisión en el campo de la gestión de riesgos y de los requerimientos de capital. En la sección final se extraen algunas conclusiones sobre el debate anterior.

2 CARACTERÍSTICAS DE LOS HEDGE FUNDS

DEFINICIÓN

El origen del término *hedge fund* está relacionado con las actividades de las primeras instituciones de este tipo que surgieron en los primeros años de la segunda mitad del siglo XX². Estas instituciones compraban y vendían activos en descubierto con el fin de eliminar (cubrir) el riesgo de las amplias fluctuaciones que se daban en los mercados. Desde entonces, estos fondos se han convertido en un instrumento cada vez más complejo, con un amplio abanico de estrategias de inversión que no necesariamente incluyen la cobertura. Por consiguiente, en la actualidad no existe una definición de lo que es exactamente un *hedge fund* que se acepte de forma generalizada. Además, en ocasiones se han utilizado también términos alternativos —como «fondos de inversión apalancados», «instituciones muy apalan-

1 Esta cifra no incluye las cuentas gestionadas privadamente, aceptadas por los gestores de *hedge funds* y gestionadas con estrategias similares a las de estos fondos. Según Tremont Capital Management, los activos totales de esas cuentas ascendían a 325 mm de dólares a finales de junio del 2005.

2 Suele decirse que Alfred Winslow Jones constituyó el primer *hedge fund* como sociedad privada en 1949. Su *hedge fund* combinaba la venta en descubierto y el apalancamiento para cubrirse frente a fluctuaciones bursátiles. La venta en descubierto es la venta de activos prestados cuya titularidad no es del vendedor. El apalancamiento se refiere a la financiación mediante deuda o a la inversión en el margen.

cadass» y «sofisticados instrumentos de inversión alternativos»— que presentan los mismos problemas en cuanto a su definición.

Una posible forma de definir *hedge funds* es excluir del universo de fondos varias categorías de instrumentos de inversión colectiva, en lugar de tratar de identificar sus características verdaderamente distintivas. Si se adopta este enfoque, se separarían los fondos de inversión tradicionales (los OICVM³) y otros fondos alternativos (como los fondos inmobiliarios, los fondos de capital riesgo y los fondos de capital inversión). A los fondos restantes se les podría denominar entonces *hedge funds*. No obstante, este enfoque no sería satisfactorio a efectos estadísticos o legales y, en última instancia, no sería muy clarificador.

Un examen de las características habituales de estos fondos (véase cuadro 1) permite comprender

mejor algunas de las diferencias con respecto a otros fondos de inversión y tiende a corroborar la opinión de que los *hedge funds* representan un modelo económico flexible más que una categoría de activos alternativa.

Las diferencias clave entre los *hedge funds* y otros fondos de inversión que surgen de dicho análisis se encuentran en que los primeros tienen órdenes de inversión generalmente más amplias, carecen de restricciones sobre el tipo de instrumentos o de estrategias, o estas restricciones son muy limitadas, y hacen un uso extensivo de la venta en descubierto, del apalancamiento y de los derivados. La posibilidad de utilizar estrategias de inversión sin restricciones y apalancadas constituye la base de las actividades de estos fondos, que ha de ser una característica permanente, mientras que otras características de segundo orden —entre las que

3 Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Cuadro 1 Características habituales de los *hedge funds*

Estrategias de inversión	Toma de posiciones en una amplia variedad de mercados. Libertad de elección de distintas técnicas e instrumentos de inversión, incluidas la venta en descubierto, el apalancamiento y los derivados.
Objetivo de rentabilidad	Rendimientos absolutos positivos en todas las condiciones de mercados. Por lo general, los gestores también invierten su patrimonio personal, por lo que resulta importante mantener el capital.
Estructura de incentivos	Habitualmente una comisión de gestión del 2% y una comisión por resultados del 20%. Con frecuencia, se les aplica límites elevados (es decir, las comisiones por resultados sólo se pagan si los resultados acumulados recuperan pérdidas anteriores) y/o se debe superar una cierta tasa de rentabilidad mínima antes de que los gestores reciban una comisión por resultados. El riesgo moral que se deriva de las comisiones por resultados asimétricas queda reducido, en cierto sentido, por los elevados límites impuestos y por el hecho de que los gestores invierten en los fondos su patrimonio personal.
Subscripción/Reembolso	Calendario predefinido con suscripciones y reembolsos trimestrales o mensuales. Períodos mínimos de inversión de varios años hasta el primer reembolso. Algunos <i>hedge funds</i> retienen el derecho de suspender los reembolsos en circunstancias excepcionales.
Domicilio	Centros financieros extraterritoriales con impuestos bajos y una regulación «suave», así como algunos centros financieros dentro de la UE.
Forma jurídica	Sociedad de inversión privada con transparencia fiscal o sociedades de inversión en paraísos fiscales.
Gestores	Pueden o no estar registrados o regulados por supervisores financieros. Los gestores se convierten en socios mediante contratos de sociedad.
Inversores	Particulares con patrimonios muy elevados e inversores institucionales. El público no puede acceder a los fondos de forma generalizada. Los valores emitidos adoptan la forma de colocaciones privadas.
Regulación	Por lo general, ninguna regulación o regulación mínima al residir en centros financieros extraterritoriales o al enfoque «suave» adoptado por otros reguladores; exentos de muchos requisitos relativos a la protección de los inversores.
Transparencia	Requerimientos de transparencia voluntarios o muy limitados.

se encuentran la regulación, los inversores y la transparencia— probablemente evolucionarán.

A efectos de este artículo, un *hedge fund* puede, por lo tanto, describirse como un fondo cuyos gestores tienen sus remuneraciones vinculadas a las comisiones por resultados y que pueden utilizar libremente distintas estrategias de inversión dinámicas para obtener rendimientos absolutos positivos, haciendo uso de una combinación de apalancamiento, derivados, posiciones largas y cortas en valores o cualquier otro tipo de activos en una amplia gama de mercados.

TIPOS DE ESTRATEGIA

El estilo de inversión de un *hedge fund* es más importante para su perfil de rentabilidad ajustada por el riesgo que la elección de categorías de activos o que la orientación sectorial/ geográfica. En general, pueden distinguirse cuatro grupos de estrategias principales:

- Los *fondos direccionales* tratan, por lo general, de anticipar los movimientos bursátiles y ofrecen rentabilidades acordes con los elevados riesgos asumidos y el apalancamiento correspondiente. Los fondos macro-globales constituyen el ejemplo más importante de este estilo de inversión. Estos fondos apuestan por la dirección del mercado «a la baja» e intentan aprovechar las principales tendencias o acontecimientos económicos. Por el contrario, los fondos que invierten en mercados emergentes y otros fondos direccionales con una orientación regional apuestan por la dirección del mercado «al alza», es decir, tienden a escoger activos en determinados mercados y encontrar las ineficiencias en los mercados en desarrollo.
- Los *fondos neutrales al mercado* (denominados también fondos de «arbitraje» o de «valor relativo») buscan obtener el valor relativo o las oportunidades de arbitraje para explotar las distintas discrepancias en los precios y tratar de eliminar la exposición a los movimientos en los mercados. Los rendimientos de este tipo de estrategias suelen mostrar una volatilidad más baja, pero su puesta en práctica re-

quiere un apalancamiento de medio a alto, con el fin de aprovechar las pequeñas distorsiones en la formación de precios, especialmente en los mercados de renta fija y otros mercados de crédito.

- Las estrategias *basadas en acontecimientos* tratan de aprovechar las «situaciones especiales» en la vida de una empresa, como las fusiones y adquisiciones, reestructuraciones o quiebras. Estas estrategias se encuentran en medio de la gama de volatilidades, y por tanto tienen una volatilidad media y un apalancamiento de bajo a medio. Algunos fondos basados en acontecimientos, especializados en valores de empresas en dificultades, tratan de explotar el hecho de que es difícil realizar una valoración de dichos títulos y de que los inversores institucionales no están autorizados a invertir en ellos.
- Los *fondos de hedge funds* (fondos de fondos) invierten en otros *hedge funds* y se espera de ellos que tengan una volatilidad más baja y una rentabilidad ajustada por el riesgo atractiva, debido a los beneficios de la diversificación.

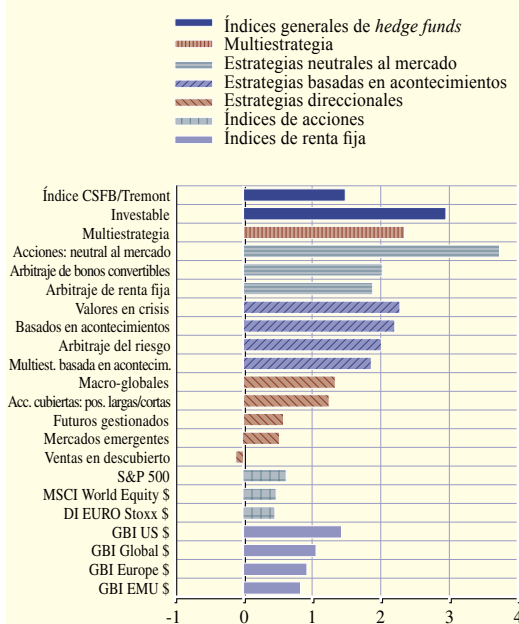
PARTES IMPLICADAS

Los *hedge funds* están domiciliados predominantemente en centros financieros extraterritoriales, lo que significa que, por lo general, la intervención de los reguladores es mínima y que cuentan con un tratamiento fiscal favorable, aunque sus gestores suelen efectuar sus operaciones desde los centros financieros más importantes. Por ejemplo, la mayoría de los *hedge funds* europeos se gestionan desde Londres.

Los gestores de estos fondos prefieren centrarse en sus estrategias de gestión del patrimonio del fondo (que constituyen su punto fuerte) y habitualmente contratan a administradores para los servicios de apoyo. Estos administradores prestan servicios múltiples, entre los que se incluyen la valoración de las posiciones y el cálculo del valor de los activos netos del fondo, el asesoramiento jurídico, la ayuda en la presentación de información y el procesado de las operaciones de los inversores. La valoración de las posiciones y el cálculo del valor de los activos netos son especial-

Gráfico 1 Ratios de rentabilidad ajustada por el riesgo

(tasa de rendimiento compuesta anualizada dividida por la volatilidad anualizada de los rendimientos mensuales; enero 1994-octubre 2005; datos mensuales)



Fuentes: Datastream, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El índice CSFB/Tremont y los subíndices se crearon en enero de 1994, salvo el índice multiestrategia, que se estableció en abril de 1994, y el índice Investable, que comenzó en enero del 2000. El índice Global Bond (GBI) EMU \$ se creó en enero de 1995.

mente importantes para garantizar que los inversores dispongan de la información adecuada sobre los resultados del fondo y de su cartera de inversión.

Las estrategias de inversión de los *hedge funds* implican una negociación considerable y, por lo tanto, exigen un extenso apoyo operativo, servicios de financiación y de intermediación de los *prime brokers*, es decir, de bancos o agencias de valores que proporcionan servicios de intermediación y otros servicios profesionales a los *hedge funds* y a otros importantes clientes institucionales. Las principales plataformas de *prime brokers* facilitan la financiación, la gestión de riesgos, la ejecución, la compensación y la liquidación de las operaciones. Otros servicios que se incluyen son la custodia de activos, el acceso a la investigación, la consulta y la presentación de inversores potenciales a los gestores. El porcentaje más im-

portante de los ingresos de los *prime brokers* procede de las comisiones de gestión y del préstamo de efectivo o de valores con garantías para facilitar la venta en descubierto.

A veces los activos de un *hedge fund* se depositan en un banco custodio en lugar de en un *prime broker*. Para los inversores en estos fondos, este procedimiento constituye una garantía adicional, pues el banco custodio está sujeto a deberes fiduciarios frente a ellos, mientras que un *prime broker* mantiene activos fundamentalmente como principal y como salvaguardia frente a sus posiciones en el fondo.

3 EVOLUCIÓN DEL SECTOR DE LOS HEDGE FUNDS

CAPITAL GESTIONADO

La persistencia de unos tipos de interés reducidos y la holgada liquidez existente dieron lugar a una búsqueda internacional de rendimientos que comenzó en el 2003⁴. Enfrentados al rendimiento insatisfactorio de los activos tradicionales, tales como la renta fija y la renta variable, muchos inversores recurrieron a los *hedge funds* para mejorar su rentabilidad ajustada por el riesgo. Los inversores se sintieron especialmente atraídos por el perfil de rentabilidad de estos fondos (véase gráfico 1), que está escasamente correlacionado con el de otros activos.

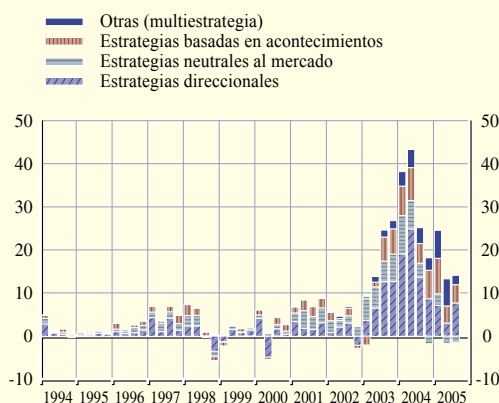
Los flujos de inversión en el sector de los *hedge funds* han sido especialmente importantes desde el 2002 (véanse gráficos 2 y 3). El segmento europeo, que comprende fondos domiciliados o gestionados desde Europa, ha crecido con más rapidez que el sector en su conjunto y se estima que representa al menos el 20% del capital gestionado globalmente⁵. Otra pauta es el porcentaje creciente de fondos multiestrategia, pues tanto los gestores como los inversores parecen preferir la posibilidad de pasar de una estrategia a otra en función de las condiciones del mercado (véanse gráficos 4 y 5).

4 Véase BCE (2004), Financial Stability Review, diciembre; BCE (2005), Financial Stability Review, junio; BCE (2005), Financial Stability Review, diciembre.

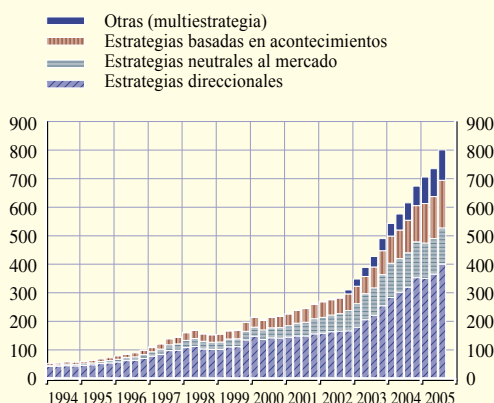
5 Véase Garbaravicius, T. y F. Dierick (2005), «Hedge funds and their implications for financial stability», ECB Occasional Paper, n.º 34, agosto.

Gráfico 2 Flujos de inversión neta en los hedge funds, por estrategia

(mm de dólares; datos trimestrales)

**Gráfico 3 Capital gestionado por los hedge funds, por estrategia**

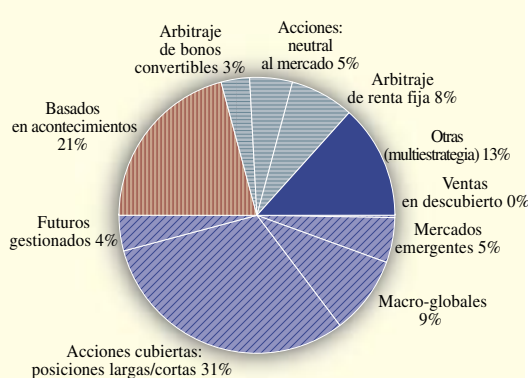
(mm de dólares; datos trimestrales)

**Gráfico 4 Estructura de capital de los hedge funds, por estrategia**

(en porcentaje; datos trimestrales)

**Gráfico 5 Estructura de capital de los hedge funds, por estrategia**

(septiembre 2005)



Fuente: Tremont Capital Management.

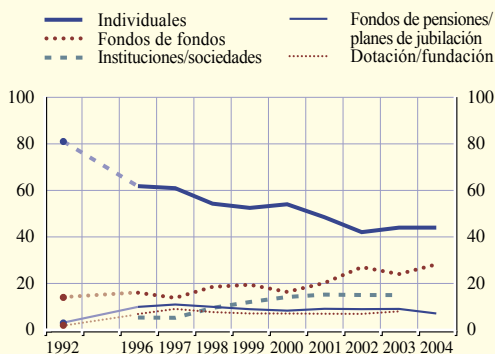
Notas: Excluidos los fondos de fondos. Las estrategias direccionales comprenden las acciones cubiertas: posiciones largas/cortas, las macro-globales, los mercados emergentes, los futuros gestionados y las ventas en descubierto; el grupo neutral al mercado comprende el arbitraje de bonos convertibles, las acciones: neutral al mercado y el arbitraje de renta fija.

Sin embargo, hay algunos indicios de que los flujos de inversión se han desacelerado después de que recientemente se obtuvieran unos rendimientos mediocres. Esto ha planteado la cuestión de si existen restricciones de capacidad para que el sector de los *hedge funds* continúe ofreciendo unos elevados rendimientos absolutos, ya que tanto el número de imperfecciones de mercado como las oportunidades de arbitraje pueden, en última instancia, reducirse. Si se alcanzasen esos límites de capacidad, probablemente se incrementaría la presión sobre

las comisiones cobradas por los *hedge funds* y aumentaría la tasa de desaparición, especialmente porque algunos de estos fondos parecen estar asumiendo cada vez más exposiciones al riesgo de mercado general, en lugar de proporcionar rendimientos extras derivados de una gestión dinámica. La expansión por encima de los límites de capacidad también podría traducirse en un proceso de redistribución del capital entre los propios *hedge funds*, pues la negociación activa entre estos fondos abriría, en sí misma, oportunidades para otros

Gráfico 6 Inversores en *hedge funds*

(en porcentaje del total; 1992 y 1996-2004; datos a fin de año)

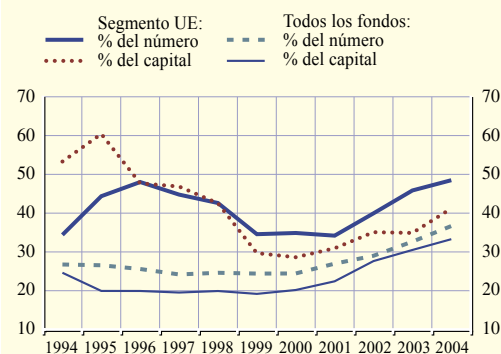


Fuente: Hennessee Group.

Nota: los datos de 1992 proceden de International Financial Services, Londres (obtenidos del Hennessee Group y del análisis de CQA).

Gráfico 7 Importancia de los fondos de fondos

(fondos de fondos en porcentaje de fondos individuales; datos a fin de año)



Fuente: Base de datos Lipper TASS (versión de 30 de junio de 2005).

Nota: Sólo fondos de los que se conoce (se ha estimado) el capital gestionado.

fondos de este tipo. Si se considera otro escenario, las diferencias entre el sector de gestión de fondos tradicional y los *hedge funds* podrían difuminarse si los fondos convencionales comienzan a utilizar técnicas de inversión similares a los *hedge funds* y éstos se ven obligados a rebajar sus comisiones.

INVERSORES

Durante toda la década de los noventa, los particulares con un patrimonio neto elevado fueron los inversores predominantes en los *hedge funds* (véase gráfico 6). Este hecho, a pesar de la crisis del LTCM, atenuó, en cierto sentido, las preocupaciones sobre riesgo sistémico que plantean tales fondos. Sin embargo, el creciente interés de los inversores institucionales ha variado con el tiempo el perfil de los inversores, pues incluso unos rendimientos absolutos de los *hedge funds* moderados pueden mejorar el perfil de rentabilidad ajustada por el riesgo de las carteras institucionales, gracias a la escasa correlación de los rendimientos de los *hedge funds* con las inversiones tradicionales.

El papel cada vez más importante de los fondos de fondos constituye otra notable tendencia (véase gráfico 7), pues incluso los inversores institucionales suelen preferir recurrir a su experiencia y a los

beneficios derivados de la diversificación, a pesar de la doble estructura de comisiones de estos fondos. Además, la tasa de desaparición es bastante elevada entre los *hedge funds* individuales —otro motivo por el cual algunos inversores prefieren los fondos de fondos—. Por otra parte, los inversores institucionales disponen con frecuencia de un importe mínimo para asignar en términos absolutos o en relación con el capital gestionado de un *hedge fund*, debido a los altos costes asociados a la debida diligencia y al seguimiento de un gran número de fondos. Esto convierte a los fondos de fondos en la fuente principal de financiación de *hedge funds* de menor tamaño, porque estos últimos suelen ser demasiado pequeños para los inversores institucionales. Al mismo tiempo, para los inversores particulares los fondos de fondos son un importante instrumento de acceso a los *hedge funds*, debido a que, en algunos países, los requisitos mínimos de inversión son menores, al igual que las restricciones relativas a las ofertas públicas.

A medida que más inversores institucionales consideran la posibilidad de invertir en *hedge funds*, también exigen un mejor gobierno y una mejor gestión de riesgos, lo que puede dar lugar a cierta integración en el sector, pues los costes de llevar un *hedge fund* se han incrementado, y muchos de

ellos son bastante pequeños, gestionando menos de 100 millones de dólares. La integración puede producirse en paralelo con la creciente institucionalización del sector de los *hedge funds*, pues los bancos participan cada vez más al adquirir o establecer sus propios fondos en respuesta a la demanda de los inversores de un abanico de alternativas de inversión más amplio.

4 IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

POSIBLES EFECTOS POSITIVOS

Con frecuencia se debate más acerca de los riesgos que plantean los *hedge funds* que de los aspectos positivos de sus actividades. Sin embargo, estos fondos pueden tener también efectos beneficiosos. Pueden contribuir a la liquidez del mercado, pues suelen estar más dispuestos a arriesgar su capital en situaciones de mercado volátiles, de modo que las perturbaciones del mercado pueden absorberse. La asunción activa de riesgos por parte de estos fondos puede contribuir, asimismo, al desarrollo de nuevos y complejos mercados OTC, como el mercado de derivados de crédito, y a la mayor distribución de riesgos entre los participantes en el mercado. En su búsqueda de mayores rendimientos, los *hedge funds* eliminan mediante el arbitraje las diferencias existentes en los precios del mismo riesgo en los distintos mercados, lo que beneficia el proceso de determinación de precios. Cabe argumentar que, de esta manera, los *hedge funds* contribuyen también a la integración de los mercados financieros. Su actividad puede mejorar asimismo la disciplina ejercida por los mercados. Además, estos fondos ofrecen más posibilidades para diversificar las carteras, con lo que se consigue que los mercados financieros sean más completos y, en última instancia, esto se traduce en un mayor bienestar social. Por último, todas estas características, tomadas en su conjunto, sugieren que los *hedge funds* pueden incluso contribuir positivamente a la estabilidad del sistema financiero internacional.

POSIBLES EFECTOS NEGATIVOS

El rápido crecimiento de este sector también plantea importantes cuestiones acerca de sus posibles efectos

negativos sobre la estabilidad financiera. Los *hedge funds* pueden causar inestabilidad financiera a través de su posible impacto sobre los mercados financieros y los bancos. Estos dos canales están estrechamente relacionados, y un acontecimiento desencadenante que afecte a los *hedge funds* y que esté asociado a cualquiera de los dos canales puede agravarse debido a estos vínculos mutuos.

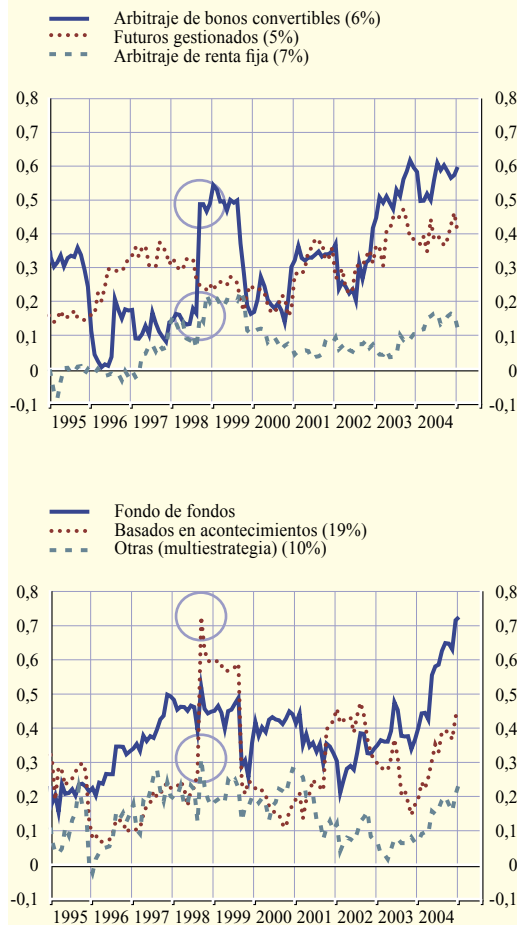
(A) A TRAVÉS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La crisis del LTCM en septiembre de 1998 ofrece el ejemplo más claro de que los *hedge funds* pueden perturbar el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La prevención de que se produzca un acontecimiento similar depende fundamentalmente de la aplicación de una gestión de riesgos prudente, tanto por parte de estos fondos como de los bancos. En este sentido, es particularmente importante que ambas instituciones tengan en cuenta la vinculación entre apalancamiento, riesgo de crédito y riesgo de liquidez. Si no se encuentra respaldado por reservas de liquidez o por una capacidad de financiación adecuadas, el riesgo de mercado apalancado y posiblemente sin diversificar asociado a la búsqueda de rendimientos elevados, puede obligar a un fondo a incumplir sus márgenes de garantía y otras obligaciones. La situación puede seguir agravándose por la iliquidez de los activos en mercados en crisis, pues es posible que los *hedge funds* no puedan deshacer sus posiciones a precios razonables y que los bancos encuentren dificultades para liquidar sus activos de garantía.

Desde la crisis del LTCM, parece que la mayor parte de los *hedge funds* ha hecho un uso más cauto del apalancamiento, aunque una evaluación detallada se ve dificultada por la limitada transparencia del sector. Muchos de los *hedge funds* de mayor tamaño diversifican sus estrategias, lo que también reduce en cierta medida las preocupaciones. Sin embargo, existen determinados indicios de que las menores oportunidades de obtener beneficios en el entorno actual de bajos tipos de interés, reducida volatilidad y elevada liquidez percibida por los agentes han inducido a algunos *hedge funds* a aumentar sus exposiciones a instrumentos ilíquidos. Al mismo tiempo, los *hedge funds* parecen estar buscando financiación más es-

Gráfico 8 Mediana de las correlaciones de los rendimientos de los *hedge funds* dentro de las estrategias

(ventana móvil de 12 meses; datos mensuales)



Fuente: Garbaravicius, T. y F. Dierick (2005): «Hedge funds and their implications for financial stability», ECB Occasional Paper n.º 34, agosto.

Notas: Los círculos se refieren a aumentos en agosto de 1998. Para cada ventana de 12 meses, sólo se han incluido los *hedge funds* con observaciones para 12 meses. Los números entre paréntesis situados después del nombre de la estrategia indican el porcentaje del capital gestionado total (excluidos los fondos de fondos) a finales de diciembre de 2004, según información facilitada por Tremont Capital Management.

table por parte de los bancos o imponer períodos mínimos de inversión (*lock-ups*) más largos para enfrentarse al riesgo de reembolsos repentinos por parte de los inversores. Sin embargo, estos períodos mínimos de inversión no proporcionan por sí solos la imagen completa del riesgo de reembolso, y hay que considerar también la frecuencia de los reembolsos, los períodos de preaviso y las posibilidades de reembolso anticipado (tras pagar las comisiones de «entrada»).

Otro tema que se debate frecuentemente es el impacto de la gestión de los *hedge funds* en la volatilidad del mercado. Se les suele acusar por sus agresivas estrategias orientadas al corto plazo, que pueden ocasionar una volatilidad excesiva y desestabilizar los mercados financieros. No obstante, no está claro si los gestores de estos fondos tienden, por lo general, a negociar siguiendo la tendencia o en contra de ella. La negociación siguiendo la tendencia se refiere a la compra de instrumentos financieros después de que aumente el precio y a su venta después de que descienda, lo que puede amplificar las variaciones de precios o producir burbujas. A este respecto, el estudio realizado por la Commodity Futures and Trading Commission (CFTC) de Estados Unidos es especialmente interesante. A partir de datos de negociación microeconómicos, se observa que los *hedge funds* de futuros gestionados⁶ pueden reducir, en lugar de incrementar, la volatilidad en los mercados emergentes al proporcionar liquidez a otros participantes en el mercado⁷.

Otra fuente de preocupación está relacionada con la concentración (*crowding*) de las estrategias de los *hedge funds*. A medida que un número cada vez mayor de fondos trata de explotar las oportunidades de beneficio derivadas de aplicar estrategias similares, las posiciones de los fondos individuales pueden llegar a ser más iguales o concentradas. Si los participantes en el mercado tratan de liquidar sus posiciones simultáneamente, los *hedge funds*, los bancos de inversión con estrategias similares a las de estos fondos y los mercados afectados serán más vulnerables a la evolución adversa del mercado. Esta preocupación se ve corroborada, en parte, por el hecho de que las correlaciones entre los rendimientos de los *hedge funds* dentro de las estrategias han aumentado recientemente en el caso de algunas de ellas (gráfico 8). Además, las correlaciones son más elevadas para las estrategias de arbitraje de bonos convertibles y de crédito, que habitualmente tienen un mayor apalancamiento.

6 Los *hedge funds* de futuros gestionados invierten en mercados de futuros financieros y de materias primas, y se considera que adoptan estrategias que siguen la tendencia.

7 Haigg, M. S., J. Hranaiova y J. A. Overdhal (2005), «Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trades Interaction in the Energy Complex», CTF, abril.

Deshacer posiciones apalancadas puede perturbar a los mercados afectados, sobre todo si el grado de liquidez de estos mercados resultara ser reducido.

(B) A TRAVÉS DE LOS BANCOS

Las exposiciones de los bancos con *hedge funds* pueden dividirse en directas e indirectas. Las exposiciones directas incluyen la financiación, la negociación, la inversión y los ingresos. Los riesgos indirectos se derivan de las exposiciones con entidades de contrapartida, que a su vez, mantienen posiciones de exposición con *hedge funds* y con mercados financieros afectados por estos fondos. Entre los riesgos directos, la financiación y la negociación vinculadas con los *hedge funds* constituyen la mayor fuente de riesgo, dada la complejidad asociada a la gestión de dichas exposiciones.

En el 2005, el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC realizó una encuesta sobre las exposiciones de los bancos de mayor tamaño de la UE con *hedge funds*⁸. La encuesta puso de manifiesto que las exposiciones de estos bancos variaban significativamente de un país a otro. Por lo general, no eran importantes en relación con el balance o con los ingresos totales de los bancos, y la mayoría de ellas adoptaba la forma de inversión. Ello se debe, al menos en parte, al hecho de que el mercado internacional de *prime brokerage* está dominado fundamentalmente por instituciones financieras de Estados Unidos. Pero incluso estos datos limitados mostraron que las exposiciones están creciendo rápidamente y que es probable que continúen haciéndolo, debido a la expansión del sector de los *hedge funds* y de su segmento europeo.

En general, a los bancos que han participado en esta encuesta se les exige unos requisitos muy estrictos para las exposiciones con *hedge funds*, con un hincapié especial en la toma de garantías. La mayor parte de los bancos informó del uso de pruebas de esfuerzo para la evaluación de los posibles efectos de los mercados volátiles o ilíquidos sobre sus exposiciones. Al mismo tiempo, la encuesta puso de relieve el margen existente para nuevas mejoras en distintas áreas. La utilización de pruebas de esfuerzo, por ejemplo, parecía ser menos habitual para los activos de garantía y se limitaba, fundamentalmente, a las exposiciones individua-

les. Algunos bancos tienen dificultades para agregar —a nivel de empresa— sus exposiciones con *hedge funds* individuales y con grupos de *hedge funds* con estrategias similares. Los bancos también experimentaron ciertas dificultades a la hora de evaluar el perfil de riesgo de un fondo en su conjunto, especialmente en el caso de los fondos de gran tamaño cuyas relaciones de financiación y de negociación abarcan varias entidades de contrapartida. Además, se identificaron determinadas deficiencias en cuanto a la cantidad, la calidad y la puntualidad de la información facilitada por los *hedge funds* a los bancos. Por otra parte, se observó que la disciplina de las entidades de contrapartida, tal y como la aplican los bancos, estaba sometida a presiones debido a la situación tan competitiva del mercado. Los *hedge funds*, en especial los de mayor tamaño, tuvieron éxito en la negociación de condiciones de concesión del crédito menos rigurosas, incluidos por ejemplo, diferenciales de préstamos más bajos, el establecimiento de unos criterios más flexibles a la hora de determinar la necesidad de aportar nuevas garantías cuando se produzca una caída en el valor de los activos, o la negociación en el margen de variación solamente.

En conclusión, la encuesta mostraba que la mayor parte de las recomendaciones efectuadas tras la crisis del LTCM (véase sección 6) siguen siendo relevantes. Por lo tanto, los bancos han de seguir mejorando su gestión de riesgos y presionando sobre los *hedge funds* para que aumenten su transparencia.

5 CUESTIONES DE REGULACIÓN

El fuerte crecimiento de los *hedge funds* ha planteado una serie de problemas que son fundamentales en el debate sobre si estos fondos deben estar regulados, y, en ese caso, cómo. Hay tres motivos principales por lo que puede ser conveniente la regulación: para la estabilidad financiera, para proteger a los inversores y por la integridad de los mercados. Otro motivo, citado con menos frecuencia, es que una regulación flexible podría ser

8 BCE (2005), «Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre.

beneficiosa para la integración del mercado. Este argumento se planteó en el debate sobre una posible regulación comunitaria de los *hedge funds*, que les proporcionaría el «pasaporte único europeo», como ya ocurre con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

El motivo relativo a la estabilidad financiera es probablemente el más relevante, pero, como se ha comentado en la sección 4, resulta muy difícil efectuar un juicio definitivo sobre el resultado neto de los aspectos positivos y negativos. El motivo relativo a la protección de los inversores está muy ligado a la pregunta de hasta qué punto se debe permitir que los particulares inviertan en *hedge funds* y se les debe proteger frente a prácticas como la venta inapropiada y la transparencia insuficiente. En algunos países, los particulares tienen ahora más posibilidades de acceder a estos fondos. Esta «particularización» puede suceder de forma directa, pero con mucha frecuencia se produce de manera indirecta a través de los fondos de fondos o de instrumentos financieros cuyos resultados están vinculados a los *hedge funds* (por ejemplo, determinados tipos de bonos estructurados o de pólizas de seguro ligadas a la participaciones). Por último, el motivo relativo a la integridad del mercado se basa en el argumento de que el carácter internacional y no regulado de los *hedge funds* los convierte en instrumentos muy vulnerables a las actividades ilícitas, como el fraude, el abuso de mercado y el blanqueo de dinero. Sin embargo, no existe ninguna evidencia concluyente de que tales abusos se produzcan con más frecuencia en el caso de los *hedge funds* que en otro tipo de intermediarios no regulados.

En cuanto a los posibles enfoques reguladores, se dispone de una amplia gama de ellos, desde la falta total de regulación a la regulación directa total, con distintas alternativas entre ellas. Estas alternativas incluyen la autorregulación (v.g., a través de códigos de conducta adoptados para el sector de gestión de activos), la regulación indirecta (a través de la vinculación de los *hedge funds* con entidades de contrapartida reguladas) y la regulación directa suave (v.g., mediante la regulación de determinados aspectos, como la transparencia o la relación con los particulares). Dado el carácter in-

ternacional de esta actividad que le permite evadir fácilmente las regulaciones nacionales, el énfasis se ha puesto hasta ahora en la regulación indirecta, que, en última instancia, se encuentra más dentro del ámbito de la supervisión bancaria. No obstante, la Comisión del Mercado de Valores (SEC) de Estados Unidos adoptó recientemente una regulación dirigida a los asesores (gestores) de los *hedge funds*, a los que se les exigirá registrarse en el SEC antes de febrero del 2006 y que, posteriormente, estarán sujetos a las disposiciones de la Ley de Asesores de Inversión.

MARCO ACTUAL EN LA UE

El marco regulador actual de los fondos de inversión en la UE se basa en el régimen de los OICVM⁹, instituciones de inversión colectiva que se dedican a la inversión de recursos procedentes de los particulares. Estas instituciones hacen uso del «pasaporte europeo», lo que significa que una vez que han recibido la autorización de un Estado miembro también pueden ponerse a disposición de los inversores particulares de los demás Estados miembros, sujetos solamente a una simple notificación. Como corolario de esta mayor facilidad de comercialización transfronteriza, los riesgos para los particulares quedan limitados por reglas estrictas en lo que se refiere a la política de inversión, el capital y la transparencia de los OICVM y la custodia de los activos y vigilancia por un depositario independiente. La regulación de los OICVM es bastante restrictiva en cuanto a los productos financieros en los que invertir y a las normas relativas a la diversificación de riesgos que se han de aplicar, de manera que el *hedge fund* típico quedaría excluido. Sin embargo, como consecuencia del régimen «OICVM III», se han relajado las restricciones a la inversión. Por ejemplo, a los OICVM les está permitido ahora hacer un uso mayor de los derivados y del apalancamiento, de modo que tienen más posibilidades de llevar a cabo estrategias similares a los *hedge funds*.

⁹ Véase, en concreto, la Directiva 85/611/CEE, modificada entre otras por la Directiva 2001/107/CE («Directiva sobre regulación de sociedades») y la Directiva 2001/108/CE («Directiva sobre productos»). Estas dos últimas Directivas suelen denominarse «OICVM III».

En estos momentos, no existe un régimen regulador común en la UE que trate específicamente de los *hedge funds* o de sus gestores. No obstante, varios países han adoptado legislación de carácter nacional. Por ejemplo, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo y España son países de la zona del euro que han introducido legislación nacional para los fondos individuales o los fondos de fondos. Las normativas nacionales parecen centrarse, fundamentalmente, en la protección de los inversores, aunque difieren en varios aspectos, como la manera en que pueden distribuirse, las restricciones a la suscripción, las normas relativas a la gestión de los fondos y las exigencias de transparencia.

Por último, aunque no se dirigen específicamente a los *hedge funds* o a la gestión de activos, existe en la UE un conjunto de normas más generales que pueden afectar también a este sector. Entre ellas se encuentran la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros¹⁰, la Directiva sobre folletos¹¹ y la Directiva sobre abuso del mercado¹². Por ejemplo, un gestor de *hedge funds* brinda asesoramiento sobre inversiones y presta servicios de gestión de carteras, actividades incluidas en la Directiva relativa a los mercados. Así pues, los gestores también han de cumplir con las obligaciones correspondientes en áreas tales como ejecución de órdenes, conflictos de intereses y gestión de riesgos.

INICIATIVAS COMUNITARIAS RECIENTES

Las diferencias nacionales respecto a los productos de gestión de activos no armonizados, como los *hedge funds*, han ocasionado una fragmentación que puede dificultar el desarrollo de un mercado único. Esta fue una consideración de importancia en la resolución adoptada por el Parlamento Europeo en enero del 2004 con la propuesta de adoptar un régimen flexible para los «sophisticados instrumentos de inversión alternativos» (en los que se incluyen estos fondos). El objetivo de esta propuesta era traer a la Unión Europea los fondos domiciliados actualmente en centros financieros extraterritoriales, para que se beneficiaran del pasaporte único europeo.

La cuestión de la regulación de los *hedge funds* en la UE también se está abordando en el debate actual sobre la estrategia global de los servicios fi-

nancieros para los próximos cinco años, dado que el Plan de acción para los servicios financieros (PASF) está a punto de concluir. Un grupo de expertos establecido para informar sobre la gestión de activos recomendó, en mayo del 2004, la revisión, por parte de la Comisión Europea, del marco para productos no armonizados, como los *hedge funds*, con el fin de desarrollar un mercado paneuropeo. En ese sentido, el actual marco de los OICVM se consideró un punto de referencia útil, que podría adaptarse a la naturaleza específica de tales productos.

En mayo del 2005, la Comisión publicó el Libro Verde que esbozaba las opiniones preliminares sobre la política para los servicios financieros en los próximos cinco años. Sin embargo, la comunicación no mencionaba ninguna iniciativa especial de la Comisión en cuanto a los *hedge funds*. En julio del mismo año, la Comisión inició una consulta pública sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión en la que afirmaba que actualmente no existe evidencia convincente para que se adopte legislación sobre estos fondos en la UE. No obstante, confirmó que ha de prestarse más atención a la creciente «particularización» de los *hedge funds*, a su impacto en los mercados financieros y a las exposiciones de los bancos de inversión. Para examinar estos asuntos en mayor detalle, se anunció la creación de un grupo de trabajo sobre estrategias de inversión alternativas.

6 CUESTIONES DE SUPERVISIÓN

Cualquier regulación directa de los *hedge funds* tiene que hacer frente al problema del carácter internacional de este sector y a que los fondos pueden cambiar fácilmente su domicilio, evadiendo así la regulación nacional. Básicamente, este es el motivo por el que las iniciativas internacionales que se han adoptado desde la crisis del LTCM han tratado de influir en la actividad de estos fondos a través de su vinculación con las sociedades reguladas, en concreto con los bancos. La mayor parte

¹⁰ Directiva 2004/39/CE.

¹¹ Directiva 2003/71/CE.

¹² Directiva 2003/6/CE.

Cuadro 2 Principales iniciativas de los organismos internacionales

Enero 1999	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions
Enero 1999	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Sound Practices for Banks' Interactions with HLIs
Junio 1999	Counterparty Risk Management Policy Group I, Improving Counterparty Risk Management Practices
Noviembre 1999	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), Report on Hedge Funds and other HLIs
Enero 2000	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Banks' Interactions with HLIs: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper
Abril 2000	Foro de Estabilidad Financiera, Report of the Working Group on HLIs
Marzo 2001	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea/Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), Review of issues relating to HLIs
Agosto 2002	Alternative Investment Management Association, Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers
Julio 2005	Counterparty Risk Management Policy Group II, Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective
Agosto 2005	Managed Funds Association, Sound Practices for Hedge Fund Managers (actualización de los documentos publicados en el 2000 y 2003)

de estas iniciativas están relacionadas con unos buenos sistemas de gestión de riesgos. Si bien los supervisores bancarios fueron los primeros en publicar orientaciones específicas en este área, el sector privado también ha adoptado algunas iniciativas (véase cuadro 2). Otra importante dimensión supervisora es la manera en que los requerimientos de capital establecidos para los bancos tratan las exposiciones con los *hedge funds*.

SISTEMAS DE GESTIÓN DE RIESGOS

(A) INICIATIVAS DEL SECTOR PÚBLICO

En 1999, al examinar las relaciones de los bancos con los *hedge funds* después de la crisis del LTCM, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) identificó una serie de deficiencias en la gestión del riesgo de crédito de los bancos. Entre ellas se incluía la importancia insuficiente atribuida al análisis exhaustivo del crédito de las contrapartidas, la dependencia excesiva de los activos de garantía financieros para limitar el riesgo de crédito y deficiencias en la medición y gestión de los riesgos. Para subsanarlas, el Comité formuló unas recomendaciones específicas para las relaciones de los bancos con las «instituciones muy apalancadas», que son, fundamentalmente, *hedge funds*. Estas recomendaciones complementan las orientaciones sobre gestión de riesgos en general del Comité de Basilea, como, por ejemplo,

en el área del riesgo de crédito¹³. El Foro sobre Estabilidad Financiera (FSF) subrayó más adelante que una buena gestión del riesgo de contraparte y una vigilancia de las instituciones muy apalancadas que proporcionan crédito son elementos clave con los que dar una respuesta adecuada a las preocupaciones sobre riesgo sistémico que plantean estas instituciones.

La orientación del Comité de Basilea exige de los bancos el establecimiento de políticas y procedimientos claros en lo que se refiere a su relación con las instituciones muy apalancadas, como parte de su gestión general del riesgo de crédito. Entre ellos se encuentran la recopilación de información adecuada, la diligencia debida y un análisis satisfactorio del crédito. Los riesgos de crédito deben medirse adecuadamente y vigilarse de cerca. Como las medidas han de adaptarse al carácter de las operaciones con las instituciones muy apalancadas, que con frecuencia incluyen la negociación y las operaciones con derivados, el empleo de medidas del «posible riesgo de crédito futuro»¹⁴ y las pruebas de esfuerzo formarían parte habitual de

13 Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2000), «Principles for the Management of Credit Risk», septiembre.

14 El riesgo de crédito actual es igual al valor del crédito pendiente o al coste de sustitución de las posiciones de la cartera de negociación. El posible riesgo de crédito futuro, por el contrario, tiene en cuenta las posibles variaciones en el valor del riesgo de crédito actual durante la vida de las posiciones de la cartera de negociación.

ese proceso. Para limitar posibles pérdidas, se ha de someter a los riesgos a límites formales. Otra manera de limitar las pérdidas es adaptar mejor las garantías y las disposiciones contractuales a las características de las instituciones muy apalancadas, exigiendo, por ejemplo, márgenes iniciales y llegando a acuerdos que permitan dar por terminada rápidamente la relación en caso de un deterioro claro de la calidad del crédito de estas instituciones. El Comité de Basilea y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) también examinaron en qué medida se habían instaurado sistemas adecuados y llegaron a la conclusión de que, aunque los bancos habían mejorado sus sistemas de gestión de riesgos, podían registrarse mejoras en el proceso de diligencia debida, en la medición de los riesgos y en las pruebas de esfuerzo.

(B) INICIATIVAS DEL SECTOR PRIVADO

Las distintas iniciativas del sector público se complementan con los esfuerzos del sector financiero por mejorar los estándares de gestión de riesgos, lo que también solicitaron las autoridades a raíz de la crisis del LTCM¹⁵. Una de las iniciativas más significativas a este respecto son las recomendaciones del Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG), un grupo de bancos, comerciales y de inversión, activos internacionalmente. El primer informe, publicado en 1999, tenía como objetivo mejorar los sistemas internos de gestión de los riesgos de contraparte y de mercado. A este informe le siguió una actualización en el 2005, impulsada por hechos tales como la creciente proliferación de *hedge funds* y de instrumentos financieros complejos. Algunas de las recomendaciones del CRMPG se dirigen a empresas individuales (en concreto, para los sistemas de gestión de riesgos), otras al sector (por ejemplo, en el área de compensación y de acuerdos marco) y una tercera categoría a autoridades (por ejemplo, para investigar la información sobre grandes exposiciones comunicadas por sociedades reguladas).

Por último, de acuerdo con las recomendaciones del FSF, el sector de gestión de activos también adoptó varias iniciativas para mejorar los sistemas de gestión de riesgos utilizados por los gestores de

hedge funds. Por ejemplo, la Alternative Investment Management Association (AIMA) y la Managed Funds Association (MFA) formularon recomendaciones a este respecto.

REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

Los supervisores exigen a los bancos mantener un capital regulatorio en relación con los riesgos asumidos. Actualmente, los requerimientos de capital se basan en medidas del riesgo de crédito establecidas por el Comité de Basilea en su Acuerdo de Capital de 1998 («Basilea I»). En 1996, el Acuerdo se amplió para incluir el riesgo de mercado. En el 2004, se introdujo un cambio fundamental en las reglas del capital, cuando se adoptó un nuevo marco mucho más desarrollado y sensible al riesgo, («Basilea II»), que los países aplicarán en los próximos años¹⁶. Mientras que Basilea I solamente incluía unos requerimientos mínimos de capital, el marco de Basilea II se basa en tres pilares complementarios:

- Pilar I – requerimientos mínimos de capital,
- Pilar II – proceso de revisión supervisora, y
- Pilar III – disciplina de mercado.

Una importante e innovadora característica del nuevo marco es que, a fin de calcular los requerimientos mínimos de capital para el riesgo de crédito, los bancos pueden utilizar ahora en su evaluación del riesgo bien calificaciones proporcionadas por agencias de calificación crediticia (el «enfoque estándar») o bien calificaciones que procedan de sus propios modelos de evaluación del riesgo («enfoque basado en calificaciones internas»).

Los requerimientos de capital que se exigen a los bancos no establecen un tratamiento específico de las exposiciones con *hedge funds*, por lo que éstas deben incluirse en el marco general de solvencia. A este respecto, Basilea II está mucho mejor pre-

15 Véase, por ejemplo, The President's Working Group on Financial Markets (1999), «Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management», abril.

16 Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2004), «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards», junio.

parada para tratar los riesgos que plantean estos fondos.

Mientras que en Basilea I no se establece una diferencia clara de los requerimientos de capital en términos de niveles de riesgo, esto sí sucede en el caso de Basilea II, tanto en el enfoque estándar como el enfoque basado en calificaciones internas. Así pues, Basilea II puede hacer frente mejor al mayor riesgo que, en general, plantean los *hedge funds*, como consecuencia de su elevado apalancamiento, relativa opacidad y perfil de riesgo dinámico.

Pero incluso en Basilea II, los bancos pueden tener que afrontar problemas considerables, al tener que utilizar sus propios modelos para estimar el riesgo de las exposiciones con *hedge funds*. Las posibles dificultades incluyen la idoneidad de emplear los modelos de riesgo de crédito desarrollados inicialmente para clientes corporativos en el análisis de los *hedge funds* con un perfil de riesgo muy diferente y más complejo. Para los modelos de riesgo de mercado, las dificultades pueden estar relacionadas con la reducida frecuencia de publicación de las cifras del valor neto de los activos (necesarias para calcular las volatilidades) y la distribución asimétrica de los rendimientos resultante de determinadas estrategias de inversión.

Además, según el proceso de revisión supervisora de Basilea II, los directivos de los bancos tienen que asegurarse de que la institución cuenta con el capital adecuado para hacer frente a sus riesgos; los supervisores deberían adoptar las medidas apropiadas cuando no suceda esto. Tales medidas podrían incluir, por ejemplo, exigir de los bancos la mejora de la gestión de riesgos y de los controles internos, el incremento de las dotaciones para provisiones y, en última instancia, el aumento del capital. Por lo tanto, el pilar II proporciona un marco útil para garantizar que el banco trata adecuadamente sus riesgos, incluidos los que proceden de su relación con *hedge funds*.

7 CONCLUSIONES

Los *hedge funds* han tenido un crecimiento impresionantemente en los últimos años y se han convertido en

un importante instrumento de inversión alternativo, que también se ha puesto a disposición de los particulares. Este hecho, así como el carácter internacional de este sector y su naturaleza básicamente no regulada, plantea a las autoridades desafíos considerables, que pueden resumirse fundamentalmente en dos: los posibles efectos de los *hedge funds* en la estabilidad del sistema financiero y la manera en la que los sectores público y privado pueden reducir los riesgos asociados al papel creciente de estos fondos en el sistema financiero.

Aunque los *hedge funds* suelen asociarse a acontecimientos negativos en los mercados, una evaluación equilibrada debería tener en cuenta también sus efectos beneficiosos sobre el sistema financiero, por ejemplo, a través de su contribución al proceso de determinación de precios, a la liquidez del mercado, a la disciplina de mercado, a la diversificación de riesgos y a la integración financiera. No obstante, continúa siendo un desafío efectuar una evaluación equilibrada del impacto sistémico, sobre todo porque ésta se ve dificultada por la falta de información de calidad y por la opacidad del sector. Por consiguiente, es importante que tanto el propio sector como las autoridades sigan haciendo lo posible por avanzar en este ámbito y mejoren sus conocimientos acerca de las implicaciones de la evolución de los *hedge funds* para el sistema financiero en su conjunto.

Los principales argumentos que se esgrimen en el debate sobre una posible regulación directa de los *hedge funds* tienen que ver con la estabilidad financiera y la protección de los inversores. Aunque los particulares pueden acceder cada vez más a estos fondos y a productos relacionados con ellos, aún no está claro hasta qué punto se han convertido en una importante alternativa de inversión para los hogares. Por ello, hay que dar la bienvenida a los esfuerzos realizados para conocer mejor este tema, como la reciente encuesta efectuada por IOSCO. Al mismo tiempo, si se llega a la conclusión de que, por motivos de estabilidad financiera, hay que regular los *hedge funds*, parece que ello sólo puede hacerse de modo efectivo si existe coordinación a nivel internacional, dada la propia naturaleza del sector.

ARTÍCULOS

Hedge funds:
evolución
e implicaciones

La regulación indirecta de los *hedge funds* (es decir, el control de riesgos a través de los bancos) se ha abordado en diversas iniciativas públicas y privadas que se refieren fundamentalmente al área de gestión de riesgos. Además, el régimen de adecuación del capital de los bancos, y en particular el proceso de

revisión supervisora de Basilea II, proporciona el marco adecuado y flexible para tratar estos riesgos, también en relación con los *hedge funds*. Así pues, es importante que estas buenas prácticas y recomendaciones se apliquen de manera efectiva y no se vean afectadas por las presiones competitivas.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

NOVEDADES

De ahora en adelante, las estadísticas de las secciones 2.9 y 2.10, en las que hasta ahora no figuraba Irlanda, incluirán a todos los países de la zona del euro.

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO



Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2005	.	.	.	-	.	.	2,19	3,44
2005 I	9,6	7,1	6,7	-	7,3	9,0	2,14	3,67
II	9,8	7,5	7,1	-	7,6	13,2	2,12	3,41
III	11,3	8,5	8,0	-	8,4	13,2	2,13	3,26
IV	.	.	.	-	.	.	2,34	3,42
2005 Jul	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
Ago	11,6	8,6	8,2	8,2	8,5	13,1	2,13	3,32
Sep	11,1	8,9	8,5	8,2	8,7	13,9	2,14	3,16
Oct	11,2	8,6	8,0	8,0	8,9	14,6	2,20	3,32
Nov	10,6	8,3	7,6	.	9,0	.	2,36	3,53
Dic	.	.	.	.	.	.	2,47	3,41

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	2,0	81,6	0,7	8,9
2005	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 I	2,0	4,1	3,2	1,2	0,6	81,5	0,9	8,8
II	2,0	3,9	2,5	1,2	0,7	81,0	0,8	8,6
III	2,3	4,2	2,2	1,6	1,4	81,1	0,8	8,4
IV	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Jul	2,2	4,1	-	-	0,6	80,9	-	8,5
Ago	2,2	4,0	-	-	2,6	-	-	8,4
Sep	2,6	4,4	-	-	1,2	-	-	8,3
Oct	2,5	4,2	-	-	0,2	81,2	-	8,3
Nov	2,3	4,2	-	-	.	.	-	8,3
Dic	2,2	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	.	.	.	.	.	103,0	105,2	1,2441
2005 I	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,9	1,3113
II	-9,4	18,8	-11,6	106,7	302,3	103,4	105,6	1,2594
III	-1,0	16,7	-94,0	70,2	311,6	101,9	104,2	1,2199
IV	.	.	.	.	.	100,9	103,2	1,1884
2005 Jul	2,2	9,9	-81,2	75,3	296,3	101,7	103,9	1,2037
Ago	-0,9	2,1	-15,0	-19,5	295,7	102,3	104,6	1,2292
Sep	-2,4	4,7	2,2	14,3	311,6	101,8	104,1	1,2256
Oct	-8,4	2,3	-0,9	-5,1	310,5	101,4	103,7	1,2015
Nov	.	.	.	.	322,7	100,7	103,0	1,1786
Dic	.	.	.	.	.	100,7	103,1	1,1856

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

	2005 16 Dic	2005 23 Dic	2005 30 Dic	2005 6 Ene
Oro y derechos en oro	148.298	148.133	163.881	163.804
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	156.711	152.014	154.141	155.332
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	22.606	23.960	23.694	22.780
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9.456	9.289	9.185	8.895
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	398.516	404.019	405.967	406.239
Operaciones principales de financiación	308.500	314.002	315.001	316.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.000	90.017	90.017	90.017
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	949	211
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	16	0	0	11
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.203	3.500	3.635	3.735
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	93.859	94.435	92.367	92.987
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.662	40.274	40.113	40.113
Otros activos	143.632	144.125	145.169	144.729
Total activo	1.016.943	1.019.749	1.038.152	1.038.614

2. Pasivo

	2005 16 Dic	2005 23 Dic	2005 30 Dic	2005 6 Ene
Billetes en circulación	558.596	567.962	565.216	560.253
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	158.390	150.732	155.535	153.127
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	158.283	150.714	155.283	153.097
Facilidad de depósito	107	18	252	29
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	0	0	0	1
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	219	207	207	207
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	42.389	43.476	41.767	49.468
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	12.065	12.364	13.224	12.609
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	410	480	367	402
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.441	8.424	8.405	10.133
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.885	5.885	5.920	5.920
Otros pasivos	68.373	68.041	70.043	68.969
Cuentas de revalorización	103.749	103.749	119.113	119.113
Capital y reservas	58.426	58.429	58.355	58.413
Total pasivo	1.016.943	1.019.749	1.038.152	1.038.614

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	Variación		
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Nivel	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25

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							
2005 14 Sep	435.111	356	279.500	2,00	2,06	2,06	7
21	396.280	402	287.500	2,00	2,06	2,06	7
28	364.417	361	293.500	2,00	2,06	2,07	7
5 Oct	382.662	348	288.000	2,00	2,06	2,07	7
12	380.299	372	281.000	2,00	2,07	2,07	7
19	383.949	397	296.000	2,00	2,06	2,07	7
26	371.445	384	301.500	2,00	2,06	2,07	8
3 Nov	354.563	340	294.000	2,00	2,05	2,06	6
9	3 66.131	350	295.000	2,00	2,05	2,06	7
16	401.859	393	293.500	2,00	2,05	2,06	7
23	403.121	434	311.000	2,00	2,08	2,10	7
30	3 61.548	379	306.500	2,00	2,09	2,11	6
6 Dic	354.476	300	333.500	2,25	2,29	2,31	8
14	378.799	345	308.500	2,25	2,29	2,30	7
21	391.591	393	314.000	2,25	2,30	2,31	8
29	315.797	386	315.000	2,25	2,25	2,42	6
2006 4 Ene	359.312	353	316.000	2,25	2,30	2,31	7
11	378.353	368	309.000	2,25	2,30	2,31	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 27 Ene	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91
24 Feb	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
31 Mar	38.462	148	30.000	-	2,09	2,10	91
28 Abr	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91
26 May	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98
30 Jun	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	91
28 Jul	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92
1 Sep	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84
28 Oct	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 Dic	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1
7 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1

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
2005 Jul	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9
Ago	13.388,1	7.003,0	499,9	1.689,2	1.066,0	3.130,1
Sep	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9
Oct	13.712,7	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8

2. Reservas mantenidas

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

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 I	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
II	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
2005 12 Jul	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6
9 Ago	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7
6 Sep	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8
11 Oct	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1
8 Nov	315,1	293,4	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	535,6	50,4	-37,9	150,2	686,0
5 Dic	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9

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
	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
2005 Jul	1.353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	312,8	13,3	193,7
Ago	1.327,9	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	313,4	13,3	195,5
Sep	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
Oct	1.370,1	630,5	21,2	0,6	608,6	184,2	166,4	2,1	15,7	-	14,4	326,9	13,3	200,8
Nov ^(p)	1.386,9	630,8	21,2	0,6	609,0	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
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	811,4	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
2005 I	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,3
II	22.770,4	13.256,3	808,4	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,1
2005 Jul	22.874,4	13.326,7	808,9	7.976,8	4.541,0	3.396,6	1.378,7	506,5	1.511,5	75,1	999,9	3.444,4	164,3	1.467,6
Ago	22.826,6	13.305,3	809,9	7.979,7	4.515,6	3.386,5	1.371,1	505,1	1.510,3	80,6	999,5	3.436,8	164,3	1.453,7
Sep	23.058,6	13.434,5	816,0	8.067,1	4.551,4	3.375,2	1.360,4	504,5	1.510,3	81,4	1.012,6	3.517,6	164,5	1.472,9
Oct	23.300,4	13.595,1	812,2	8.132,6	4.650,4	3.435,6	1.400,7	520,9	1.514,1	83,7	989,5	3.577,1	165,3	1.454,0
Nov ^(p)	23.783,0	13.708,3	805,6	8.216,5	4.686,2	3.552,3	1.484,6	542,4	1.525,3	86,9	1.008,8	3.721,9	165,5	1.539,3

2. Pasivo

	Total	Effectivo 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
	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
2005 Jul	1.353,4	550,7	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
Ago	1.327,9	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
Sep	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
Oct	1.370,1	554,7	413,6	46,3	17,5	349,7	-	0,6	184,2	27,3	189,8
Nov ^(p)	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
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	22.027,0	-	11.653,8	126,3	6.706,7	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,6	1.771,7
II	22.770,4	-	11.849,5	135,1	6.921,1	4.793,3	696,4	3.761,9	1.258,7	3.228,0	1.976,0
2005 Jul	22.874,4	-	11.895,5	142,3	6.950,5	4.802,7	710,1	3.775,9	1.268,7	3.264,1	1.960,1
Ago	22.826,6	-	11.813,9	110,2	6.929,8	4.773,9	720,3	3.788,7	1.274,0	3.254,4	1.975,3
Sep	23.058,6	-	11.913,6	134,6	6.987,7	4.791,3	712,9	3.807,5	1.271,8	3.350,6	2.002,2
Oct	23.300,4	-	12.062,8	133,0	7.029,8	4.900,0	712,6	3.844,7	1.271,1	3.418,9	1.990,4
Nov ^(p)	23.783,0	-	12.145,8	136,7	7.062,1	4.947,1	716,4	3.873,8	1.289,4	3.608,7	2.148,8

Fuente: BCE.

1) Importes emitidos por residentes en la □

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 I	16.260,4	8.498,1	828,1	7.669,9	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.432,9
II	17.039,4	8.748,7	829,6	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,2
2005 Jul	17.112,3	8.807,5	830,0	7.977,5	2.046,5	1.538,3	508,2	706,7	3.757,1	177,5	1.617,0
Ago	17.091,5	8.811,5	831,1	7.980,4	2.040,9	1.533,9	507,0	705,7	3.750,1	177,6	1.605,7
Sep	17.317,6	8.904,9	837,2	8.067,7	2.032,4	1.526,0	506,4	726,0	3.846,5	177,8	1.630,1
Oct	17.452,5	8.966,6	833,4	8.133,2	2.090,0	1.567,0	523,0	702,5	3.904,0	178,7	1.610,6
Nov ^(p)	17.888,4	9.044,0	826,8	8.217,2	2.196,8	1.652,4	544,4	708,1	4.061,0	178,8	1.699,8
	Operaciones										
2003	766,2	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.268,0	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	437,6	2,7	201,5
2005 I	448,9	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	59,7
II	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,2	126,4	1,0	133,0
2005 Jul	88,6	61,9	0,5	61,4	-1,5	-0,7	-0,8	-8,3	44,6	1,1	-9,2
Ago	-16,3	6,2	1,2	5,0	-7,4	-5,7	-1,8	-1,6	-1,3	0,1	-12,1
Sep	182,7	91,1	6,2	84,9	-7,2	-6,4	-0,8	11,9	64,1	0,1	22,7
Oct	135,6	61,6	-3,8	65,4	33,2	17,1	16,1	8,4	56,1	0,9	-24,6
Nov ^(p)	211,6	76,1	-6,7	82,7	61,2	44,3	16,9	1,5	23,9	0,2	48,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario 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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	16.260,4	471,8	187,4	6.724,4	614,5	2.145,5	1.062,9	3.110,5	1.943,0	0,4
II	17.039,4	496,6	211,5	6.939,8	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
2005 Jul	17.112,3	506,4	210,8	6.964,3	635,1	2.249,4	1.131,1	3.288,0	2.142,1	-14,9
Ago	17.091,5	500,9	166,8	6.943,2	639,7	2.263,1	1.137,5	3.279,6	2.158,8	1,9
Sep	17.317,6	507,1	181,9	7.002,9	631,4	2.281,5	1.157,0	3.378,0	2.192,0	-14,2
Oct	17.452,5	510,5	179,3	7.047,3	628,9	2.315,5	1.153,9	3.446,2	2.180,2	-9,3
Nov ^(p)	17.888,4	514,5	184,6	7.080,0	629,5	2.334,5	1.168,4	3.636,8	2.344,5	-4,3
Operaciones										
2003	766,2	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	38,6	130,8	-60,8	59,8
2004	1.268,0	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,4	37,7
2005 I	448,9	3,3	25,0	57,8	9,7	65,3	13,1	212,0	107,1	-44,4
II	533,0	24,8	24,1	175,3	6,7	80,3	24,6	61,4	169,0	-33,2
2005 Jul	88,6	9,9	-0,7	28,2	12,9	6,8	2,9	43,9	-16,9	1,7
Ago	-16,3	-5,5	-44,3	-19,4	4,1	14,8	4,3	-3,0	15,4	17,4
Sep	182,7	6,2	15,2	57,6	-7,0	13,4	5,6	83,6	27,1	-19,1
Oct	135,6	3,4	-2,6	44,1	-6,0	33,0	2,9	65,6	-11,3	6,4
Nov ^(p)	211,6	4,0	5,2	30,3	-9,7	7,3	4,5	67,7	102,3	0,1

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

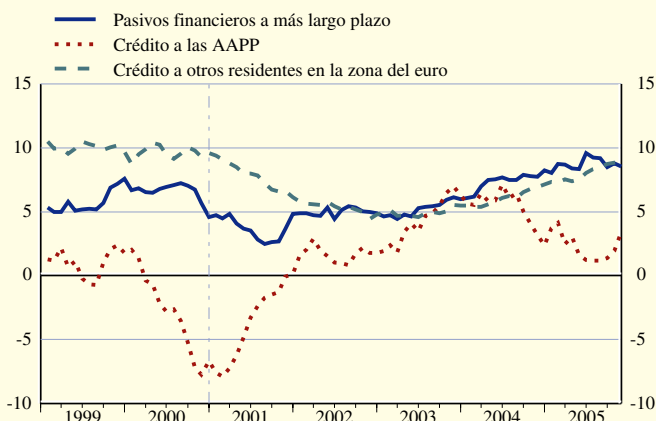
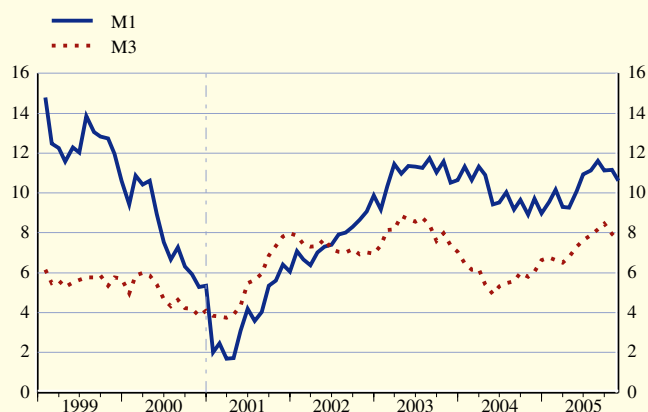
					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
			M2	M3-M2						Préstamos	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.149,6	7.093,4	230,6
2004	2.912,7	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.297,0	8.681,9	7.545,2	375,8
2005 I	3.007,2	2.675,4	5.682,7	944,9	6.627,5	-	4.579,5	2.328,5	8.830,0	7.673,6	387,5
II	3.258,0	2.557,9	5.815,9	981,1	6.797,0	-	4.797,2	2.353,5	9.114,6	7.893,9	469,8
2005 Jul	3.302,6	2.572,2	5.874,8	994,6	6.869,3	-	4.801,4	2.364,5	9.185,5	7.960,6	472,5
Ago	3.329,9	2.584,9	5.914,8	1.005,2	6.920,0	-	4.827,8	2.375,9	9.240,0	8.010,5	466,6
Sep	3.349,4	2.629,4	5.978,8	1.002,0	6.980,8	-	4.859,5	2.370,1	9.333,0	8.083,1	457,5
Oct	3.369,7	2.635,6	6.005,3	990,1	6.995,3	-	4.896,9	2.407,8	9.389,5	8.147,6	437,3
Nov ^(p)	3.385,6	2.639,5	6.025,1	1.002,1	7.027,2	-	4.938,0	2.478,1	9.474,8	8.212,4	403,7
	Operaciones										
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,1	131,9	442,9	370,1	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,3	-	340,8	53,5	572,5	504,2	163,0
2005 I	91,8	8,2	99,9	-20,5	79,5	-	107,1	26,4	146,8	128,6	8,9
II	86,3	38,7	125,0	36,5	161,5	-	126,0	8,2	235,6	178,1	48,6
2005 Jul	45,1	14,7	59,8	12,5	72,3	-	11,8	14,7	72,6	69,8	5,6
Ago	28,4	13,1	41,5	10,1	51,7	-	25,5	10,1	55,4	52,0	-5,6
Sep	18,8	43,5	62,2	-1,2	61,1	-	11,8	-4,2	81,8	70,2	-26,6
Oct	20,7	5,4	26,2	-15,8	10,3	-	42,9	13,7	88,6	64,4	-19,0
Nov ^(p)	14,9	3,1	18,0	-5,3	12,6	-	25,9	29,3	75,3	63,6	-43,6
	Tasas de crecimiento										
2003 Dic	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,7	5,5	96,0
2004 Dic	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,0	7,1	163,0
2005 Mar	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,5	7,4	7,5	98,2
Jun	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,3
2005 Jul	11,1	5,3	8,3	5,5	7,9	7,9	9,2	1,2	8,4	8,3	162,8
Ago	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,2	1,2	8,7	8,5	134,4
Sep	11,1	6,5	8,9	6,2	8,5	8,2	8,5	1,4	9,0	8,7	81,1
Oct	11,2	6,0	8,6	4,0	8,0	8,0	8,8	1,9	9,3	8,9	50,6
Nov ^(p)	10,6	5,9	8,3	3,5	7,6	.	8,6	3,4	9,4	9,0	-2,1

CI Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanua; datos desestacionalizados)

C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanua; 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

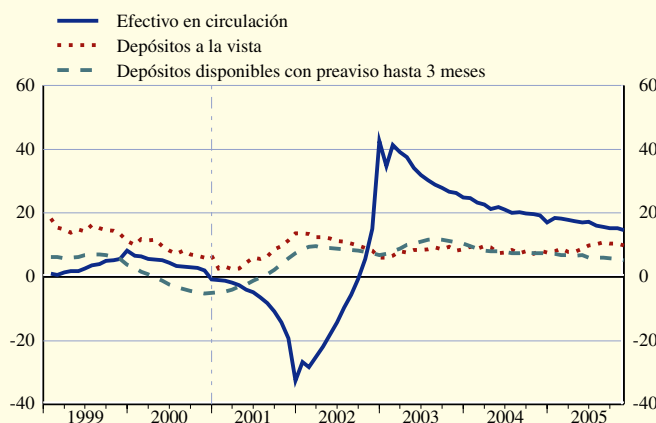
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; d□)

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	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	239,4	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 I	477,6	2.529,7	1.019,3	1.656,1	225,8	613,1	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
II	493,7	2.764,3	1.039,2	1.518,7	239,7	622,9	118,5	2.122,6	91,6	1.449,2	1.133,8
2005 Jul	494,7	2.807,9	1.045,1	1.527,0	243,0	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.130,6
Ago	501,5	2.828,4	1.047,8	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.136,4
Sep	507,4	2.842,0	1.083,5	1.545,9	244,9	636,6	120,5	2.155,2	87,8	1.465,4	1.151,1
Oct	514,9	2.854,8	1.086,9	1.548,7	237,2	631,2	121,6	2.186,0	87,0	1.473,9	1.150,0
Nov ^(p)	519,6	2.866,0	1.090,0	1.549,5	237,8	633,5	130,8	2.196,3	86,7	1.484,5	1.170,5
Operaciones											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,1
2004	65,8	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
2005 I	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,7	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
II	16,2	70,2	14,3	24,4	13,7	9,7	13,0	66,2	0,0	34,0	25,8
2005 Jul	1,0	44,1	6,3	8,4	3,3	8,5	0,7	3,8	-0,8	7,6	1,2
Ago	6,8	21,6	3,0	10,1	9,6	-1,1	1,6	21,2	-1,0	1,6	3,7
Sep	5,9	12,8	34,7	8,8	-7,8	6,2	0,5	3,2	-2,0	9,8	0,8
Oct	7,5	13,2	2,6	2,8	-7,6	-8,8	0,6	30,3	-0,7	8,4	4,8
Nov ^(p)	4,7	10,2	2,3	0,7	0,5	-8,0	2,2	5,7	-0,3	10,1	10,5
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 Dic	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 Mar	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
Jun	17,2	9,8	3,4	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	9,4	6,7
2005 Jul	16,0	10,3	4,0	6,0	6,7	3,7	13,5	11,2	0,3	9,3	6,4
Ago	15,6	10,9	4,3	6,0	11,0	2,6	13,5	11,3	-0,9	8,8	6,5
Sep	15,3	10,4	7,1	5,9	8,8	3,7	15,0	10,1	-2,3	8,9	5,9
Oct	15,3	10,4	6,1	5,7	5,0	1,4	17,6	10,9	-3,8	8,7	6,0
Nov ^(p)	14,6	9,9	6,7	5,2	6,6	0,5	14,9	10,8	-4,5	8,3	5,8

C3 Componentes de los agregados monetarios

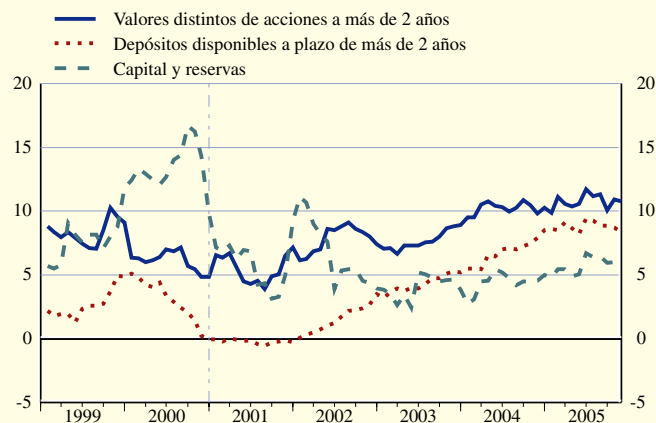
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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⁾

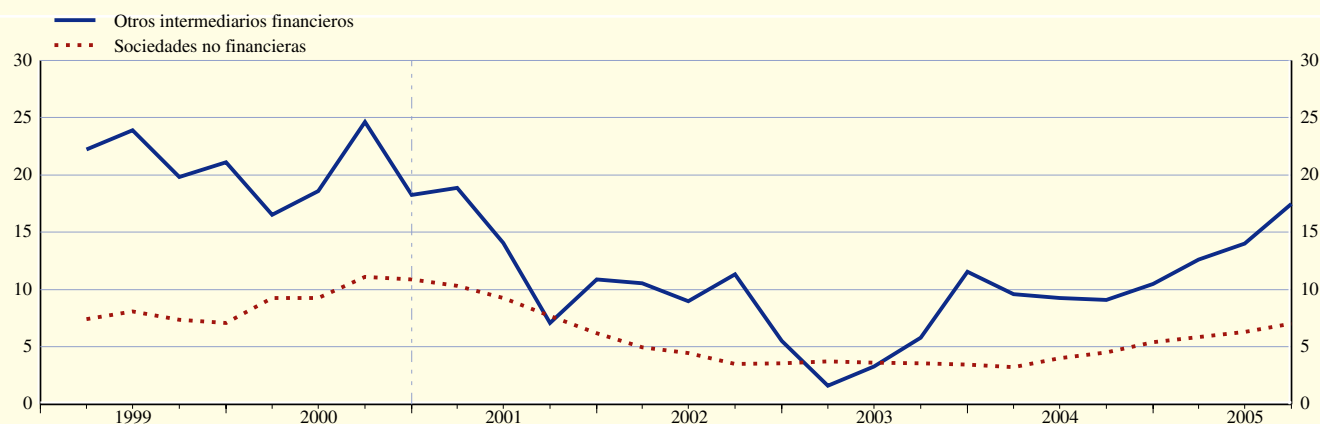
(mm de euro)

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
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	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	3.152,7	973,8	547,8	1.631,2
2005 I	58,2	39,7	561,3	351,1	3.189,5	983,8	554,7	1.650,9
II	63,8	43,9	581,5	362,9	3.281,9	1.025,1	564,1	1.692,7
2005 Jul	63,7	43,3	579,5	357,1	3.308,7	1.024,9	573,1	1.710,7
Ago	64,4	42,7	572,6	349,2	3.294,3	1.001,1	571,0	1.722,3
Sep	65,2	42,6	601,7	373,1	3.320,8	1.014,4	572,6	1.733,8
Oct	68,9	45,3	601,8	368,9	3.341,8	1.022,1	582,6	1.737,1
Nov ^(p)	75,4	50,4	616,9	377,2	3.373,2	1.031,6	586,2	1.755,5
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 I	8,6	7,9	11,3	14,9	37,2	8,0	7,7	21,5
II	5,5	4,2	16,4	9,5	82,4	35,0	9,8	37,6
2005 Jul	-0,1	-0,6	-1,4	-5,5	27,7	0,3	9,1	18,3
Ago	0,7	-0,5	-7,1	-7,8	-12,4	-22,8	-2,0	12,4
Sep	0,7	-0,2	28,4	23,5	24,8	12,3	1,4	11,1
Oct	3,7	2,7	-2,5	-5,9	23,0	8,8	10,2	3,9
Nov ^(p)	6,4	5,1	13,0	7,7	31,7	9,7	4,1	17,9
Tasas de crecimiento								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,6	17,5	5,9	3,8	6,6	6,9
Jun	17,5	9,8	14,0	18,8	6,5	5,6	6,1	7,2
2005 Jul	11,3	3,1	15,0	19,1	7,1	6,0	7,0	7,7
Ago	18,3	9,1	16,4	21,4	6,9	5,5	5,8	8,0
Sep	22,7	12,6	17,5	23,0	7,2	5,9	5,9	8,5
Oct	24,0	15,0	15,6	19,0	7,3	5,9	7,4	8,1
Nov ^(p)	37,3	32,1	12,9	12,6	7,5	5,2	7,7	8,8

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⁾

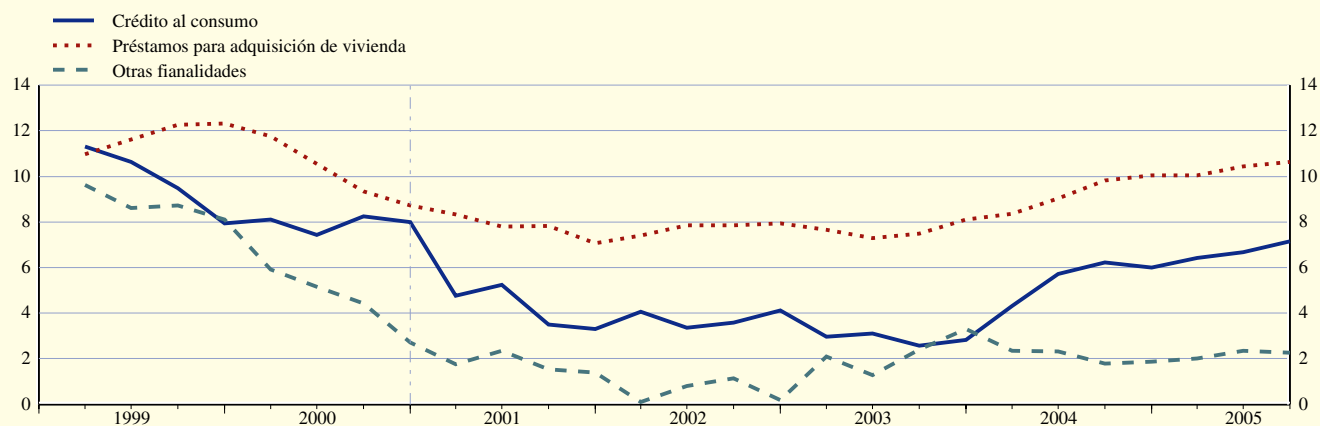
(mm de euro)

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	2.656,1	716,8	149,9	101,0	465,9
2005 Jul	4.024,9	539,1	122,3	199,1	217,7	2.772,9	14,8	66,8	2.691,2	712,9	145,2	101,2	466,5
Ago	4.048,3	540,6	123,2	198,8	218,6	2.795,1	14,6	67,2	2.713,3	712,6	143,6	101,3	467,8
Sep	4.079,4	544,3	126,1	198,6	219,6	2.820,2	15,0	67,6	2.737,5	714,9	145,7	101,1	468,0
Oct	4.120,1	548,3	127,2	199,6	221,5	2.851,1	14,7	67,9	2.768,4	720,7	145,7	101,6	473,5
Nov ^(p)	4.151,1	549,7	126,7	200,3	222,7	2.877,4	14,8	68,4	2.794,2	724,0	148,2	102,2	473,7
Operaciones													
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
2005 I	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
II	102,5	15,7	4,0	6,0	5,7	75,6	0,5	0,5	74,5	11,3	5,6	0,5	5,1
2005 Jul	35,2	2,4	-1,9	1,9	2,3	35,9	0,0	0,5	35,3	-3,1	-4,5	0,2	1,2
Ago	23,8	2,1	1,0	-0,3	1,3	22,1	-0,2	0,4	21,9	-0,3	-1,5	0,1	1,1
Sep	31,1	3,9	2,7	0,1	1,1	25,4	0,4	0,5	24,5	1,7	1,8	-0,2	0,1
Oct	41,2	4,4	1,4	1,1	1,9	31,0	-0,2	0,3	31,0	5,8	-0,1	0,5	5,4
Nov ^(p)	31,6	2,7	-0,5	0,7	2,5	26,2	0,1	0,5	25,7	2,7	2,6	0,6	-0,6
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
Jun	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,4	4,1	4,6	10,6	2,4	3,8	0,6	2,3
2005 Jul	8,5	6,7	6,1	6,0	7,8	10,7	5,4	4,7	10,9	2,1	3,1	0,9	2,0
Ago	8,6	6,9	6,4	6,1	8,0	10,8	4,3	4,7	11,0	2,2	3,1	1,2	2,1
Sep	8,6	7,2	8,0	6,0	7,8	10,6	5,7	4,9	10,8	2,3	2,7	1,1	2,4
Oct	9,0	7,7	9,4	6,2	8,1	10,9	0,9	4,8	11,2	3,1	3,2	0,7	3,6
Nov ^(p)	9,2	8,0	9,2	6,4	8,9	11,2	4,1	6,5	11,3	3,0	2,8	1,5	3,4

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⁾

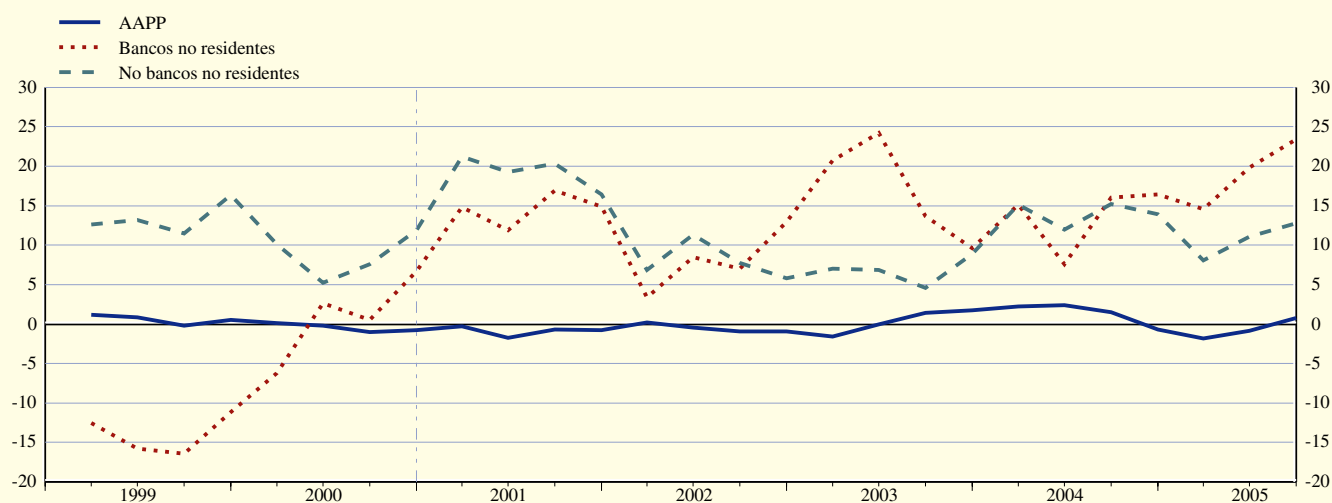
(mm de euro)

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	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	808,4	125,0	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III ^(p)	816,0	124,8	247,1	414,5	29,6	2.375,7	1.638,7	736,9	64,2	672,7
Operaciones										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
II	1,2	-4,7	-0,8	0,6	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
III ^(p)	7,8	-0,1	-0,5	7,3	1,1	85,2	57,5	27,9	2,1	25,7
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-0,8	-0,4	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep ^(p)	0,8	1,5	-2,4	5,0	-23,5	19,9	23,4	12,8	5,5	13,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

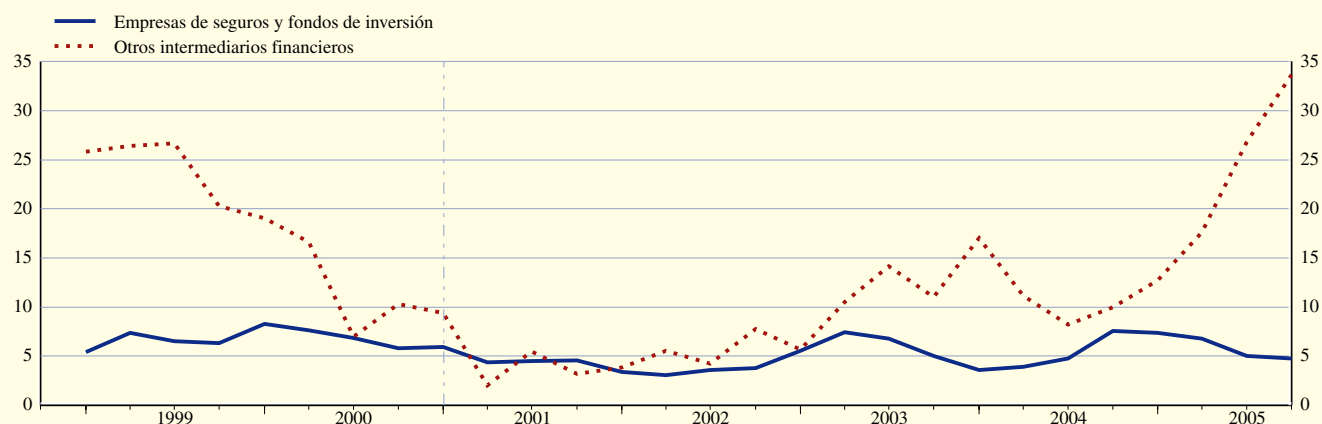
(mm de euro)

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
2005 Jul	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,4	223,5	155,8	267,7	11,6	0,1	140,5
Ago	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,5	268,1	11,4	0,1	143,2
Sep	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	834,4	242,7	169,9	276,8	10,6	0,1	134,4
Oct	609,9	66,7	48,0	468,5	1,1	1,5	24,1	847,4	232,4	176,7	285,5	11,0	0,1	141,7
Nov ^(p)	605,3	67,9	42,0	469,7	1,2	1,5	23,1	853,8	227,1	180,3	298,3	11,1	0,1	136,9
Operaciones														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 I	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
II	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,3	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	11,9
2005 Jul	8,1	3,2	3,6	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,4	-3,0	6,8	6,2	0,5	0,0	-0,2
Ago	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-2,1	-6,3	1,5	0,4	-0,3	0,0	2,7
Sep	-1,4	0,9	-0,1	0,7	0,0	0,0	-2,9	36,4	25,2	12,2	8,6	-0,8	0,0	-8,8
Oct	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	8,8	-10,3	6,6	4,9	0,4	0,0	7,2
Nov ^(p)	-4,7	1,1	-6,1	1,2	0,0	0,0	-0,9	5,8	-5,7	3,7	12,4	0,2	0,0	-4,8
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 Mar	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
Jun	5,1	1,8	15,3	4,8	18,1	31,3	-3,0	26,8	16,5	15,1	52,5	50,1	-	21,0
2005 Jul	6,2	15,1	13,2	4,9	13,7	32,1	-8,3	28,6	19,8	19,6	51,8	56,2	-	18,6
Ago	6,3	10,0	9,1	5,1	11,3	32,6	13,8	29,6	23,1	16,7	48,4	55,3	-	25,2
Sep	4,8	-2,7	7,8	5,1	26,3	33,0	12,0	33,6	27,3	33,5	50,1	46,3	-	18,8
Oct	5,0	13,3	-2,1	4,6	22,3	2,8	5,5	29,7	22,7	25,2	51,0	45,9	-	14,6
Nov ^(p)	3,2	6,0	-12,3	4,1	18,2	2,9	10,9	28,0	13,8	34,0	47,9	27,1	-	13,8

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

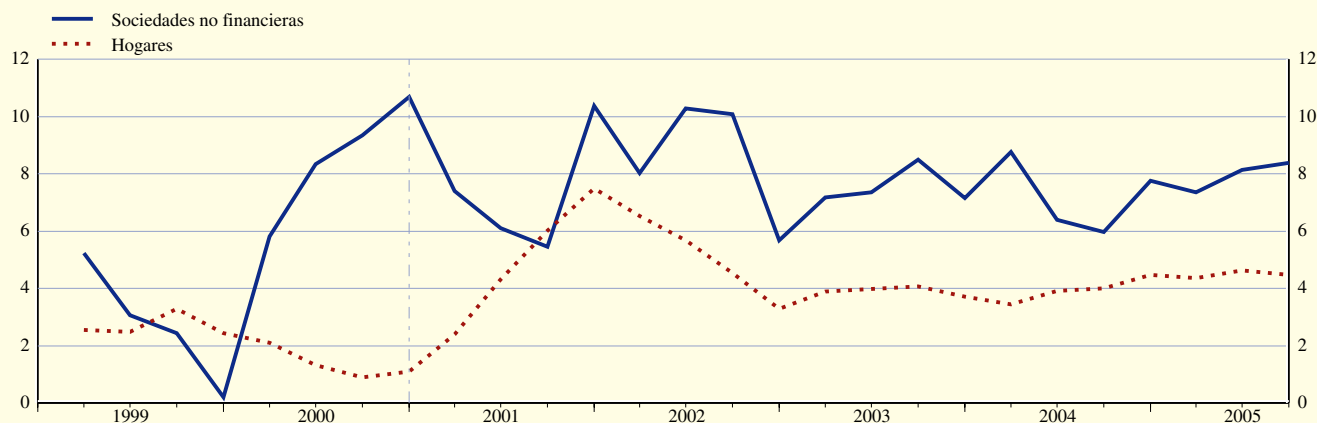
(mm de euro)

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	4.177,0	1.409,1	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	4.246,6	1.629,9	511,2	630,8	1.336,3	87,2	51,2
2005 Jul	1.134,0	719,8	278,9	70,8	42,2	1,4	21,1	4.265,4	1.643,0	512,8	630,0	1.339,5	86,4	53,6
Ago	1.138,6	715,3	287,2	70,7	41,8	1,3	22,3	4.238,4	1.610,4	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
Sep	1.151,8	719,1	296,5	68,7	43,9	1,2	22,4	4.246,3	1.626,9	515,0	627,1	1.341,9	83,9	51,6
Oct	1.168,9	734,0	302,8	65,6	44,5	1,2	20,8	4.247,2	1.629,9	517,3	625,6	1.339,8	83,4	51,2
Nov ^(p)	1.181,2	746,3	299,0	66,6	44,8	1,2	23,3	4.260,4	1.642,4	520,8	623,7	1.337,4	83,7	52,5
Operaciones														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	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	14,8	5,4	-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	63,4	-3,6	-2,3	11,1	-1,4	0,0
2005 Jul	0,9	-2,3	4,9	-1,1	0,6	-0,2	-1,0	19,0	13,2	1,8	-0,8	3,2	-0,8	2,5
Ago	6,1	-3,4	8,7	0,0	-0,4	-0,1	1,3	-26,7	-32,6	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
Sep	12,4	3,4	8,9	-2,0	2,0	0,0	0,1	7,2	16,3	-0,9	-3,2	-0,5	-1,5	-2,9
Oct	21,0	15,0	6,3	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
Nov ^(p)	11,2	11,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,7	12,4	3,2	-2,0	-2,5	0,2	1,3
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Mar	7,4	9,3	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
Jun	8,1	10,6	4,4	3,3	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,3	2,9	4,8	1,1	1,5
2005 Jul	8,3	11,7	4,1	1,1	14,9	-17,5	-20,5	4,8	8,3	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
Ago	8,8	11,7	7,0	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,8	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
Sep	8,4	9,0	10,6	-1,7	16,5	-26,5	-12,6	4,5	7,9	0,4	1,8	4,6	-2,4	-4,0
Oct	9,7	12,6	7,1	0,4	18,2	-28,2	-19,9	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
Nov ^(p)	9,7	12,2	6,8	1,5	16,2	-29,8	-8,9	4,1	7,5	1,7	0,7	3,8	-4,1	-3,5

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

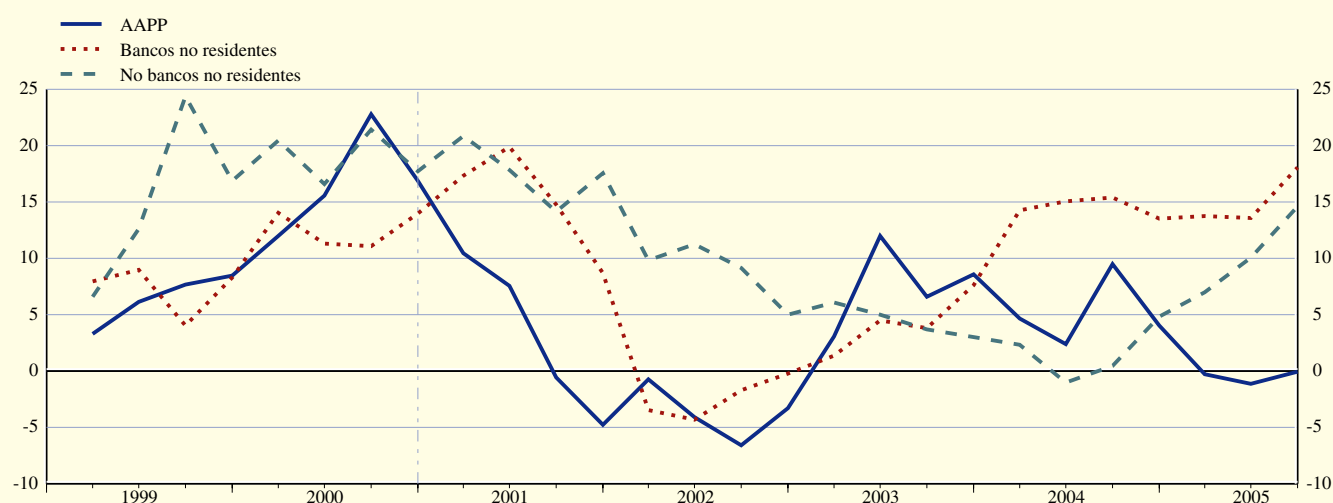
(mm de euro)

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	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,9	2.034,1	750,8	118,6	632,3
III ^(p)	286,8	134,6	35,9	71,4	44,9	2.904,9	2.109,8	795,1	124,3	670,8
Operaciones										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 I	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
II	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	42,2	42,7	-0,5	13,2	-13,7
III ^(p)	-1,6	-0,8	0,9	1,8	-3,5	120,3	76,3	44,0	5,7	38,3
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	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 ^(p)	-0,1	-8,3	14,0	8,1	5,2	17,1	18,0	14,6	17,8	14,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

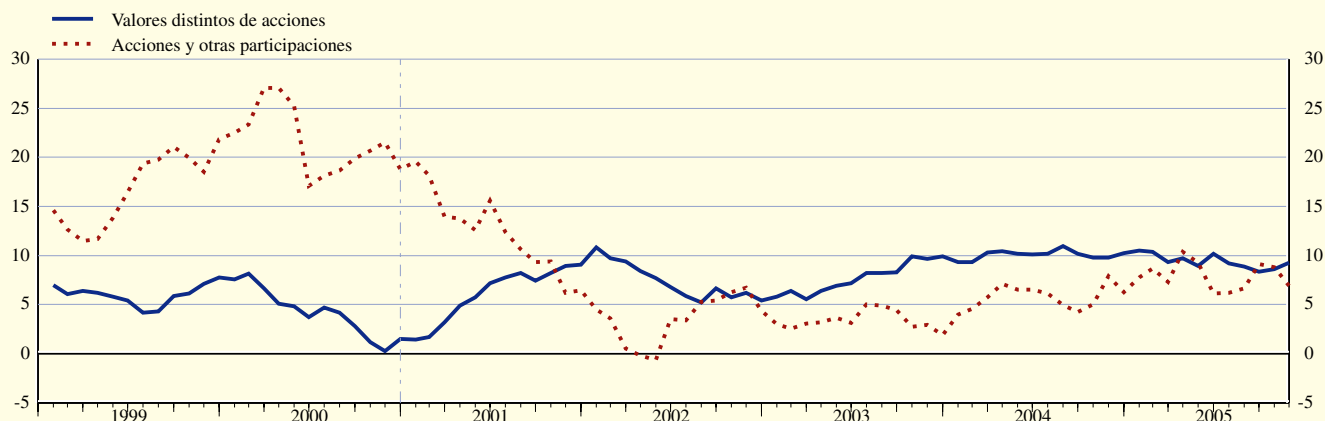
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(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	1.217,0	296,1	674,4	246,5
II	4.269,0	1.435,8	67,7	1.368,1	15,8	488,0	18,9	874,7	1.234,8	295,3	704,1	235,5
2005 Jul	4.272,4	1.444,3	67,2	1.362,8	15,9	486,8	19,7	875,8	1.241,2	303,2	696,7	241,3
Ago	4.281,2	1.443,0	67,3	1.355,0	16,1	484,7	20,4	894,6	1.241,5	303,7	695,7	242,0
Sep	4.271,4	1.442,5	67,8	1.343,7	16,7	484,9	19,6	896,2	1.256,9	297,1	715,5	244,4
Oct	4.346,3	1.444,4	69,7	1.383,8	16,9	498,5	22,3	910,7	1.227,8	296,9	692,6	238,3
Nov ^(p)	4.471,0	1.454,1	71,2	1.467,3	17,4	518,0	24,4	918,7	1.249,7	310,7	698,1	240,9
	Operaciones											
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 I	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
II	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	14,5	5,0	25,2	-15,7
2005 Jul	9,6	8,3	0,1	-2,3	0,4	-1,6	1,0	3,7	-0,1	3,9	-8,3	4,3
Ago	7,0	-2,1	0,1	-8,7	0,2	-2,5	0,6	19,5	-1,9	0,1	-1,8	-0,3
Sep	-14,0	-1,2	0,0	-9,8	0,4	0,0	-0,8	-2,5	8,1	-2,9	11,7	-0,7
Oct	49,0	3,1	1,7	14,8	0,3	13,3	2,6	13,2	2,4	0,2	8,4	-6,3
Nov ^(p)	74,4	7,8	0,9	42,7	-0,1	15,1	1,8	6,2	20,1	13,1	1,6	5,3
	Tasas de crecimiento											
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
Jun	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,1	1,4	6,5	11,6
2005 Jul	9,2	10,5	9,4	1,5	-6,7	12,2	15,9	19,7	6,2	3,5	6,7	8,6
Ago	8,9	9,9	7,3	0,9	-2,9	11,7	20,9	19,9	6,7	3,9	8,0	6,3
Sep	8,3	9,1	5,8	-0,1	2,9	12,3	10,3	20,3	9,1	4,7	10,1	12,4
Oct	8,6	7,7	8,3	1,6	-19,2	14,7	22,5	19,8	8,8	4,7	10,9	8,2
Nov ^(p)	9,3	7,5	8,9	4,4	-14,2	16,6	31,1	16,9	6,9	7,1	9,1	0,6

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005 I	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
II	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,8	-0,1	-0,8
2005 Jul	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Ago	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
Oct	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Nov ^(p)	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 I	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
II	-3,8	-1,9	-0,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,3
2005 Jul	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Ago	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Sep	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Oct	-1,4	-1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nov ^(p)	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	8,1	1,3	3,4	3,5
2005 I	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
II	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,6
2005 Jul	-3,1	-0,1	0,0	-3,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	5,0	1,0	2,4	1,6
Ago	1,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,1	0,1	-0,5	2,3	0,2	1,0	1,0
Sep	-1,0	0,1	0,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	0,3	6,9	0,6	3,5	2,7
Oct	-3,1	-0,6	-0,1	-1,4	0,0	-0,4	0,1	-0,7	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
Nov ^(p)	4,7	-0,6	0,0	0,7	0,5	0,0	0,0	4,0	7,6	1,0	3,4	3,2

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							Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.833,0	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	7.056,2	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
III ^(p)	4.791,3	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.122,2	96,7	3,3	2,0	0,3	0,1	0,4
	De no residentes en la zona del euro													
2003	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 I	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
II	2.034,1	45,8	54,2	36,0	2,4	3,1	9,5	750,8	52,5	47,5	30,6	1,5	2,3	9,9
III ^(p)	2.109,8	46,7	53,3	35,0	2,5	3,0	9,5	795,1	52,3	47,7	30,6	1,8	2,2	10,0

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II	3.942,7	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0
III ^(p)	3.994,0	81,8	18,2	9,2	1,9	1,9	3,1

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi□

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005 I	4.575,4	-	-	-	-	-	-	8.475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4
II	4.529,4	-	-	-	-	-	-	8.726,9	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4
III ^(p)	4.551,4	-	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,4
	A no resientes 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 ^(p)	1.638,7	49,3	50,7	30,1	4,3	2,0	9,6	736,9	39,8	60,2	43,0	1,6	3,9	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							Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
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 ^(p)	1.510,3	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.864,8	98,1	1,9	1,0	0,4	0,1	0,4
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
II	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,3	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
III ^(p)	404,9	49,6	50,4	29,1	0,8	0,5	17,1	491,3	40,2	59,8	35,4	7,3	0,8	10,6

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi □

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 II	3.631,6	263,7	1.540,5	75,7	1.464,7	1.206,9	299,8	151,0	169,7
III	3.652,8	265,6	1.585,6	78,5	1.507,1	1.179,2	302,5	155,5	164,3
IV	3.790,0	259,4	1.617,6	78,1	1.539,5	1.250,5	317,3	158,6	186,7
2005 I	4.013,0	286,9	1.687,3	79,2	1.608,1	1.324,7	342,4	163,3	208,5
II	4.263,4	294,9	1.778,7	91,3	1.687,4	1.404,9	379,1	167,7	238,1
III ^(p)	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

2. Pasivo

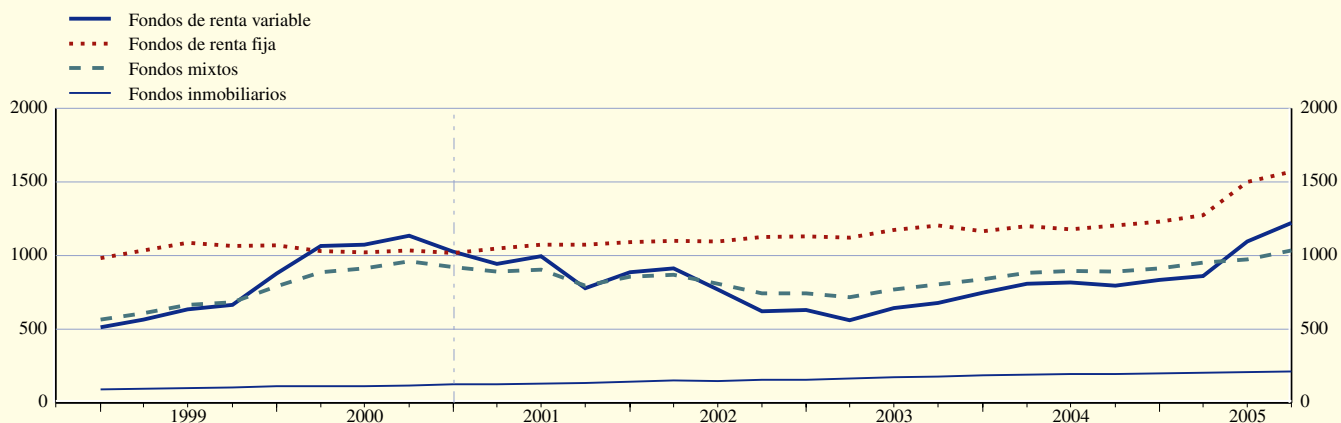
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2004 II	3.631,6	54,2	3.441,1	136,3
III	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
IV	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 I	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
II	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
III ^(p)	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004 II	3.631,6	814,5	1.178,1	893,6	193,5	552,0	2.669,4	962,2
III	3.652,8	796,8	1.204,8	889,1	196,4	565,8	2.686,6	966,2
IV	3.790,0	834,3	1.229,8	912,0	196,9	617,0	2.795,5	994,4
2005 I	4.013,0	861,9	1.274,8	951,7	201,2	723,4	2.981,1	1.032,0
II	4.263,4	1.094,4	1.498,4	974,6	207,2	488,8	3.179,6	1.083,8
III ^(p)	4.572,2	1.221,8	1.568,9	1.032,2	211,8	537,6	3.448,0	1.124,2

C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

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

2. Fondos según el tipo de inversor

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

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2004 I	15.701,6	5.920,1	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	204,8	396,9
II	15.963,4	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	397,2
III	16.026,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	394,9
IV	16.361,8	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,7	385,4
2005 I	16.670,2	6.257,7	408,4	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	429,8
II	17.136,0	6.424,3	430,8	5.550,7	2.449,1	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,3	446,0
	Operaciones										
2004 I	146,5	27,8	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,3	44,4
II	295,2	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-0,2
III	118,5	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	1,7
IV	152,0	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,7	2,0
2005 I	154,1	15,4	-5,2	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	37,7
II	298,1	160,2	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,8	5,5
	Tasas de crecimiento										
2004 I	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	8,0	26,2
II	4,7	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	21,9
III	4,6	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5
IV	4,6	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	13,8
2005 I	4,6	6,0	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	10,4
II	4,5	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	11,8
	Valores distintos de acciones										
	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro			
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
	Saldos vivos										
2004 I	1.894,8	157,0	1.737,8	3.917,4	1.957,7	1.959,7	419,6	3.969,3	3.595,4	373,9	
II	1.918,4	174,2	1.744,2	3.967,6	2.014,3	1.953,3	423,1	4.020,4	3.642,0	378,4	
III	1.931,5	172,8	1.758,7	3.926,8	1.977,7	1.949,2	423,7	4.086,5	3.704,4	382,2	
IV	1.904,7	160,5	1.744,2	4.056,2	2.094,3	1.961,9	406,6	4.159,2	3.774,6	384,6	
2005 I	1.938,4	161,6	1.776,8	4.204,1	2.191,6	2.012,5	414,9	4.270,1	3.876,6	393,5	
II	2.016,1	167,9	1.848,2	4.321,9	2.250,2	2.071,7	416,2	4.373,7	3.976,7	397,0	
	Operaciones										
2004 I	13,1	8,5	4,6	37,4	6,7	30,8	15,1	68,2	58,6	9,6	
II	40,2	17,5	22,6	58,2	56,5	1,7	-0,4	57,7	53,2	4,4	
III	16,1	0,1	16,0	10,9	7,1	3,8	-2,0	62,1	58,3	3,8	
IV	-21,2	-16,1	-5,2	-56,2	-45,1	-11,0	-15,5	60,9	58,4	2,5	
2005 I	33,9	-0,2	34,1	31,1	-0,3	31,4	8,8	73,7	64,8	8,9	
II	50,6	5,3	45,3	25,8	2,5	23,2	5,2	61,6	57,8	3,8	
	Tasas de crecimiento										
2004 I	-1,2	-1,9	-1,1	3,6	1,8	5,1	3,0	6,6	6,7	5,3	
II	2,5	15,9	1,3	3,3	3,6	3,0	1,8	6,3	6,4	5,1	
III	2,6	10,2	1,9	2,4	2,8	2,0	0,7	6,2	6,4	5,0	
IV	2,6	6,9	2,2	1,3	1,3	1,3	-0,7	6,4	6,5	5,6	
2005 I	3,6	0,8	3,9	1,1	0,9	1,3	-2,2	6,4	6,5	5,2	
II	4,1	-6,3	5,2	0,3	-1,8	2,4	-0,8	6,4	6,6	5,0	

Fuente: BCE.

1) Incluye los depósitos en las Administraciones Centrales de la zona del euro (S.1311 del SEC 95), otros intermediarios financieros (S.123 del SEC 95) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125 del SEC 95).

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares 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 I	17.078,1	8.570,8	7.463,0	938,9	86,1	852,8	3.693,0	1.178,2	2.514,8	3.938,9	280,1	3.658,8	338,5
II	17.275,4	8.714,2	7.593,6	932,8	91,5	841,3	3.736,5	1.187,8	2.548,7	4.044,9	291,9	3.753,0	289,3
III	17.388,4	8.795,1	7.671,3	928,5	90,1	838,4	3.740,4	1.171,5	2.568,9	4.126,1	289,5	3.836,6	284,2
IV	17.755,2	8.919,0	7.794,7	927,9	80,9	847,0	3.781,8	1.193,6	2.588,2	4.209,4	294,6	3.914,8	290,6
2005 I	18.121,0	9.008,9	7.878,6	924,3	77,5	846,8	3.812,5	1.192,7	2.619,8	4.272,1	294,6	3.977,5	332,8
II	18.636,0	9.214,5	8.103,4	923,8	82,4	841,5	3.905,3	1.240,6	2.664,7	4.385,3	305,1	4.080,3	359,8
	Operaciones												
2004 I	205,5	51,5	74,3	3,9	3,9	0,0	-8,8	-3,7	-5,1	56,4	-4,3	60,7	66,7
II	266,1	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,6	69,8	16,7	53,0	89,6	8,6	81,1	-2,9
III	153,9	78,5	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,0	-16,8	16,8	83,8	-1,9	85,7	-1,9
IV	114,7	141,7	139,6	1,8	-9,2	11,0	56,0	24,8	31,2	83,9	6,3	77,6	15,8
2005 I	232,6	89,6	87,9	-4,3	-3,4	-0,9	28,9	5,4	23,5	65,1	1,0	64,1	35,2
II	315,3	195,1	185,8	-1,1	4,9	-5,9	86,3	38,9	47,4	109,9	10,4	99,4	18,3
	Tasas de crecimiento												
2004 I	4,4	4,5	4,7	1,7	25,6	-0,4	2,0	-1,6	3,8	7,6	-0,8	8,3	35,4
II	4,4	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,7	2,4	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,7	33,6
III	4,5	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	3,9	8,3	1,9	8,8	22,0
IV	4,4	4,9	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,0	8,5	29,2
2005 I	4,5	5,4	6,0	-1,8	-10,0	-1,0	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	13,7
II	4,7	5,8	6,6	-0,9	-10,0	0,0	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,7	23,3

	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 I	5.193,5	4.566,5	594,7	3.971,9	627,0	214,3	412,7	2.834,5	189,0	290,3
II	5.242,9	4.599,4	618,5	3.980,9	643,5	228,3	415,2	2.843,1	181,9	293,4
III	5.338,8	4.688,3	620,1	4.068,2	650,4	224,7	425,8	2.763,8	194,0	296,6
IV	5.342,4	4.698,1	587,6	4.110,5	644,3	216,4	427,9	2.980,4	213,5	299,9
2005 I	5.459,1	4.802,6	597,0	4.205,6	656,5	231,7	424,8	3.138,4	212,0	302,7
II	5.660,3	4.992,6	618,0	4.374,6	667,7	237,0	430,7	3.240,5	214,7	306,0
	Operaciones									
2004 I	140,6	145,3	40,1	105,2	-4,7	14,0	-18,7	3,0	7,3	3,0
II	118,1	98,4	23,3	75,1	19,7	14,1	5,6	1,8	-7,1	3,1
III	53,2	45,0	3,4	41,6	8,1	-2,6	10,8	6,8	12,1	3,2
IV	-52,7	-44,2	-32,7	-11,6	-8,5	-7,5	-1,0	2,3	19,4	4,0
2005 I	135,8	119,8	7,9	111,9	16,0	16,7	-0,8	4,7	-0,2	2,8
II	115,6	110,6	22,2	88,4	5,0	4,8	0,2	-1,4	2,6	3,4
	Tasas de crecimiento									
2004 I	5,5	5,6	10,4	4,9	4,8	13,8	0,8	1,0	7,5	4,9
II	5,4	5,7	7,2	5,5	3,5	15,9	-2,1	0,4	4,8	4,8
III	5,7	5,8	9,0	5,3	5,2	12,9	1,5	0,5	11,3	4,8
IV	5,2	5,6	6,2	5,5	2,3	9,1	-0,8	0,5	17,5	4,7
2005 I	4,9	4,8	0,3	5,5	5,6	9,7	3,5	0,6	12,8	4,5
II	4,8	5,0	0,1	5,8	3,2	5,0	2,2	0,4	18,7	4,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Principales activos financieros					Principales pasivos							
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario						Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
	Saldos vivos												
2004 I	1.363,7	657,2	706,5	66,0	134,4	4.176,3	84,5	46,3	23,8	191,5	3.876,5	3.292,5	584,0
II	1.376,7	661,9	714,8	65,8	135,6	4.232,5	89,0	53,7	24,4	193,9	3.925,1	3.335,8	589,3
III	1.380,0	656,6	723,5	65,1	137,7	4.292,2	90,7	52,5	23,1	186,4	3.992,0	3.396,3	595,7
IV	1.425,5	687,6	737,8	70,3	138,8	4.370,9	79,5	48,6	23,8	207,9	4.059,8	3.461,9	597,9
2005 I	1.488,9	715,0	773,9	70,3	142,4	4.512,3	90,0	58,2	23,7	220,3	4.178,3	3.564,1	614,2
II	1.557,6	745,6	812,0	90,4	144,6	4.626,7	92,7	63,8	23,9	223,7	4.286,4	3.674,2	612,2
	Operaciones												
2004 I	13,5	-3,8	17,3	-0,9	3,7	79,1	9,2	10,8	0,6	0,8	68,5	55,2	13,3
II	2,4	-3,2	5,6	-0,5	1,2	60,1	4,2	7,0	0,6	0,1	55,3	50,0	5,2
III	10,5	5,2	5,4	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,2	5,5
IV	10,7	3,4	7,3	5,3	1,2	43,4	-10,9	-3,6	0,5	0,1	53,7	50,3	3,3
2005 I	26,5	6,4	20,1	0,1	3,5	84,0	9,6	8,6	0,4	0,0	74,0	61,2	12,8
II	21,3	1,9	19,3	6,8	2,8	63,7	2,7	5,5	0,1	0,5	60,3	56,0	4,3
	Tasas de crecimiento												
2004 I	6,0	3,3	8,4	6,7	0,1	6,7	8,5	8,5	27,1	8,3	6,5	6,8	4,9
II	3,8	1,0	6,5	-2,0	-0,5	6,1	3,3	18,8	25,7	3,5	6,2	6,5	4,5
III	3,9	1,1	6,6	3,7	-0,1	6,1	6,1	17,5	12,4	4,7	6,2	6,5	4,4
IV	2,8	0,3	5,3	5,0	6,3	6,1	5,6	36,9	2,3	1,6	6,3	6,6	4,8
2005 I	3,7	1,8	5,4	6,5	6,0	6,0	5,4	23,7	1,3	1,2	6,3	6,6	4,6
II	5,0	2,6	7,3	17,6	7,1	6,0	3,5	17,6	-0,8	1,4	6,3	6,7	4,4

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

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

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

2. Sociedades no financieras

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

3. Hogares ⁵⁾

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

1) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

2) Excluidos los derivados financieros.

3) Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.

4) Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).

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

6) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

4

MERCADOS FINANCIEROS

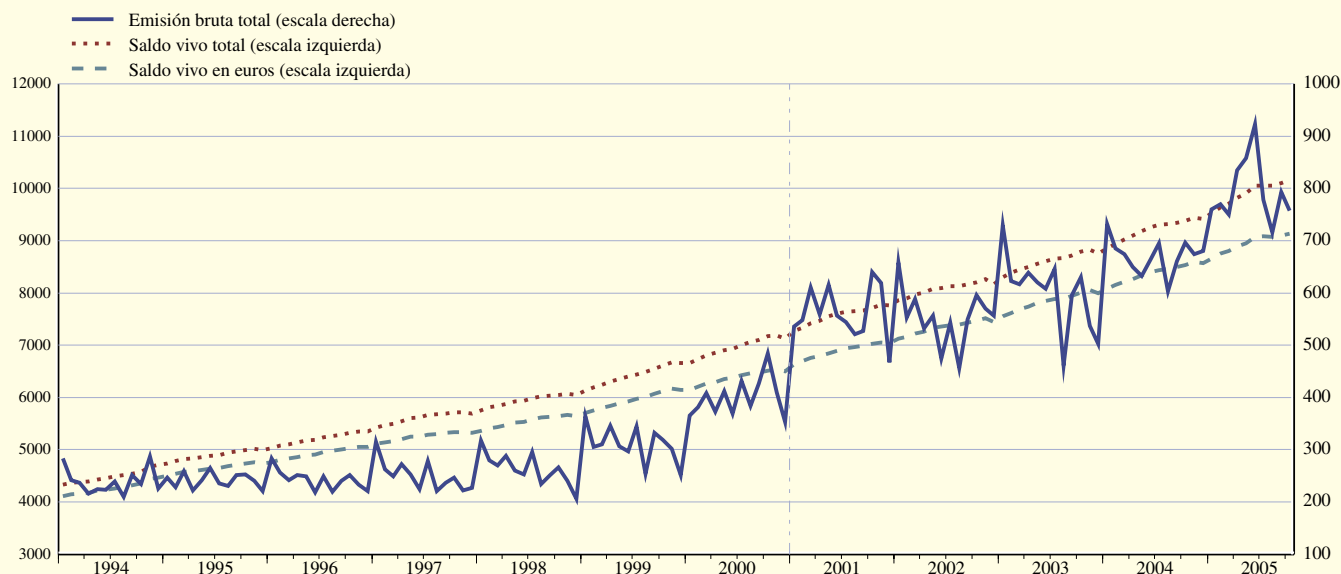
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros y tasas de crecimiento)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro									
				En euros			En todas las monedas						
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾		
											Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total												
2004 Oct	9.937,1	712,2	21,7	8.535,7	652,7	32,5	9.385,3	696,7	42,7	7,0	41,2	7,0	
Nov	10.028,3	703,7	84,8	8.597,6	635,9	56,6	9.441,8	674,0	59,5	7,1	62,8	6,9	
Dic	10.032,5	706,6	4,8	8.575,8	648,1	-22,0	9.414,6	680,4	-23,2	7,6	76,5	6,9	
2005 Ene	10.097,9	763,3	52,8	8.653,6	712,5	74,3	9.527,1	759,6	90,4	7,5	52,5	7,2	
Feb	10.217,8	792,7	116,7	8.760,9	726,6	106,7	9.640,7	769,2	116,8	7,8	81,4	7,9	
Mar	10.326,1	798,6	107,3	8.806,4	704,4	44,3	9.709,1	750,4	54,5	7,4	35,9	7,6	
Abr	10.384,1	835,5	54,6	8.893,1	788,4	86,7	9.820,3	834,9	102,9	7,8	87,8	8,6	
May	10.449,3	873,1	65,7	8.953,7	818,2	61,6	9.910,8	857,9	66,2	7,5	36,5	8,0	
Jun	10.640,5	996,6	189,3	9.076,6	872,9	123,4	10.049,3	922,6	133,1	8,1	136,3	9,2	
Jul	10.612,8	788,1	-28,3	9.079,6	737,3	2,8	10.055,9	778,6	5,8	7,6	2,9	8,1	
Ago	10.619,4	729,4	0,9	9.071,4	676,6	-11,7	10.056,6	715,8	-3,5	7,4	34,4	7,0	
Sep	10.714,8	860,3	96,0	9.102,5	751,9	32,7	10.105,8	793,1	41,6	7,3	40,9	7,1	
Oct	.	.	.	9.139,2	711,3	36,6	10.160,0	757,2	52,9	7,4	51,5	6,2	
	Largo plazo												
2004 Oct	9.011,1	174,0	33,8	7.694,1	139,2	17,7	8.440,6	158,0	28,2	7,4	36,6	7,4	
Nov	9.087,0	168,7	70,1	7.749,8	138,3	51,9	8.494,8	155,1	61,3	7,6	65,4	7,3	
Dic	9.112,1	148,5	24,8	7.766,6	124,6	16,2	8.502,5	136,0	16,2	7,8	62,5	7,3	
2005 Ene	9.181,9	198,5	59,8	7.827,9	174,9	57,1	8.589,9	195,0	67,7	8,0	68,3	8,0	
Feb	9.297,4	220,5	113,0	7.924,9	180,2	96,8	8.692,8	199,4	105,4	8,2	75,6	8,8	
Mar	9.372,3	203,0	74,3	7.975,2	163,4	50,1	8.759,9	183,8	58,0	8,2	47,9	8,7	
Abr	9.427,0	182,9	53,1	8.035,8	163,8	60,7	8.839,7	181,7	72,1	8,4	67,9	9,4	
May	9.497,5	180,5	69,0	8.097,2	151,1	61,6	8.928,1	166,5	67,9	8,0	41,0	8,7	
Jun	9.678,9	299,2	177,7	8.241,9	232,1	145,0	9.092,4	254,6	155,1	8,9	142,7	10,6	
Jul	9.673,5	154,2	-5,8	8.235,1	130,4	-6,9	9.089,0	145,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8	
Ago	9.671,4	85,4	-5,1	8.221,1	62,2	-17,6	9.085,6	75,7	-10,1	8,1	21,1	7,4	
Sep	9.736,1	183,7	65,3	8.259,3	137,3	38,8	9.140,8	156,8	50,2	7,9	43,1	7,3	
Oct	.	.	.	8.277,6	136,5	19,0	9.175,5	157,9	31,8	8,0	41,9	6,6	

C13 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



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

1) Emi □

2) V □

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

(mm de euros, 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												
2003	8.751	3.353	665	591	3.923	219	7.209	4.487	245	912	1.479	87
2004	9.415	3.714	735	595	4.120	250	8.049	5.252	222	1.028	1.464	83
2004 IV	9.415	3.714	735	595	4.120	250	2.051	1.434	84	228	284	20
2005 I	9.709	3.850	755	608	4.238	259	2.279	1.544	50	248	412	25
II	10.049	3.994	830	619	4.341	266	2.615	1.803	109	281	399	23
III	10.106	4.045	837	617	4.337	270	2.287	1.649	44	251	323	21
2005 Jul	10.056	4.015	830	618	4.325	268	779	550	14	88	119	7
Ago	10.057	4.031	826	619	4.313	268	716	546	8	81	77	4
Sep	10.106	4.045	837	617	4.337	270	793	553	22	82	126	9
Oct	10.160	4.087	852	627	4.321	273	757	531	26	85	108	7
A corto plazo												
2003	861	390	6	94	367	3	5.333	3.698	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6.147	4.383	44	931	756	33
2004 IV	912	447	7	90	362	5	1.602	1.223	12	205	155	7
2005 I	949	457	8	105	374	5	1.701	1.262	12	229	188	9
II	957	462	7	105	377	5	2.013	1.558	11	258	178	8
III	965	475	7	99	379	5	1.910	1.480	12	234	175	9
2005 Jul	967	475	7	103	376	5	634	490	4	81	56	3
Ago	971	481	7	102	376	5	640	501	4	77	56	3
Sep	965	475	7	99	379	5	636	490	4	76	63	3
Oct	985	491	7	102	380	5	599	457	4	75	61	3
Total a largo plazo ¹⁾												
2003	7.890	2.963	659	497	3.556	216	1.876	788	203	115	711	58
2004	8.502	3.266	728	505	3.758	245	1.902	869	179	97	708	49
2004 IV	8.502	3.266	728	505	3.758	245	449	211	72	24	129	13
2005 I	8.760	3.393	747	503	3.863	254	578	281	37	19	224	16
II	9.092	3.531	822	514	3.965	260	603	245	98	24	221	14
III	9.141	3.570	830	518	3.957	265	378	168	33	17	148	12
2005 Jul	9.089	3.540	822	515	3.949	263	145	60	10	7	63	5
Ago	9.086	3.550	819	517	3.937	262	76	45	4	4	22	1
Sep	9.141	3.570	830	518	3.957	265	157	63	19	6	63	6
Oct	9.175	3.597	845	525	3.941	268	158	74	23	10	47	4
Del cual: a tipo fijo												
2003	6.118	1.885	406	422	3.240	165	1.287	415	114	91	626	41
2004	6.380	1.929	416	414	3.436	186	1.193	408	69	61	620	36
2004 IV	6.380	1.929	416	414	3.436	186	259	93	26	15	117	9
2005 I	6.517	1.968	426	409	3.517	196	387	137	21	15	199	15
II	6.675	2.004	445	417	3.607	203	343	101	28	15	187	12
III	6.674	2.015	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	8
2005 Jul	6.651	1.999	440	416	3.590	205	93	24	3	4	59	3
Ago	6.650	2.003	437	416	3.589	205	46	24	2	2	17	1
Sep	6.674	2.015	436	415	3.601	207	97	32	3	1	56	4
Oct	6.690	2.031	439	420	3.592	209	104	43	8	7	43	3
Del cual: a tipo variable												
2003	1.580	959	249	59	262	51	508	337	90	12	53	16
2004	1.869	1.149	309	77	275	59	619	404	109	32	60	14
2004 IV	1.869	1.149	309	77	275	59	175	105	47	7	12	4
2005 I	1.957	1.212	317	79	291	58	167	129	16	3	17	2
II	2.115	1.292	374	83	308	57	236	128	70	7	28	2
III	2.157	1.309	390	86	313	58	118	75	25	6	8	5
2005 Jul	2.129	1.302	379	84	307	57	44	31	7	2	2	1
Ago	2.131	1.301	379	85	309	57	23	17	2	1	2	0
Sep	2.157	1.309	390	86	313	58	51	27	15	3	4	3
Oct	2.167	1.314	402	88	304	58	46	26	14	2	3	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

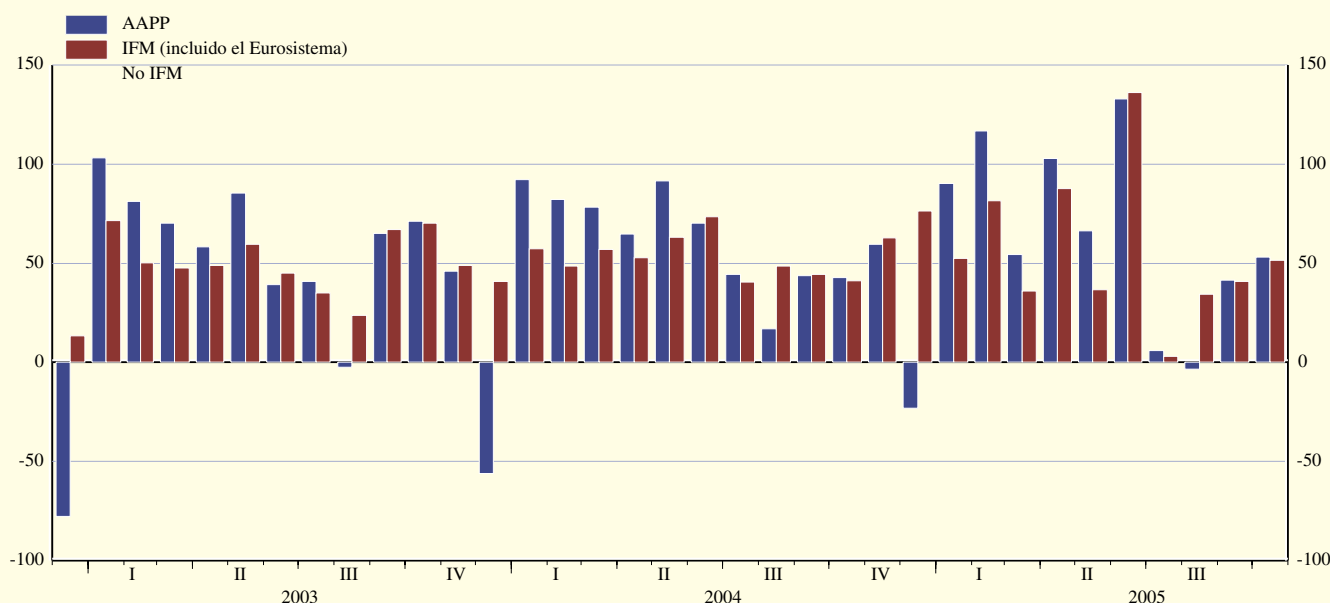
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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												
2003	602,0	213,5	118,1	53,7	176,7	39,9	607,9	214,9	115,6	53,7	183,4	40,2
2004	663,0	350,9	74,3	8,8	197,6	31,5	667,0	353,6	72,4	8,5	200,8	31,7
2004 IV	79,0	72,3	50,5	-4,5	-47,6	8,4	180,5	100,6	36,5	0,9	34,6	7,9
2005 I	261,7	114,5	13,2	13,7	111,3	9,0	169,8	72,1	29,3	10,2	50,0	8,3
II	302,2	118,4	71,0	8,7	98,1	6,0	260,6	122,7	64,0	4,9	63,5	5,5
III	43,9	37,4	7,8	-0,9	-4,8	4,5	78,2	48,9	13,8	1,0	8,3	6,3
2005 Jul	5,8	19,8	0,1	-0,3	-16,3	2,6	2,9	10,4	-7,0	-4,9	1,1	3,3
Ago	-3,5	10,6	-3,2	0,7	-11,1	-0,5	34,4	28,6	7,1	2,7	-4,9	0,8
Sep	41,6	7,0	11,0	-1,3	22,6	2,3	40,9	9,9	13,7	3,1	12,1	2,2
Oct	52,9	41,3	15,2	9,3	-15,4	2,6	51,5	31,7	18,2	7,2	-6,6	1,1
Largo plazo												
2003	546,3	202,4	118,8	51,2	133,3	40,5	547,4	203,1	116,4	51,2	135,9	40,8
2004	615,7	298,2	72,9	12,4	202,3	29,8	618,8	299,2	71,1	12,3	206,1	30,1
2004 IV	105,7	47,6	49,2	5,2	-5,4	9,1	164,5	74,4	35,3	4,0	41,8	8,9
2005 I	231,1	111,5	12,8	-1,2	99,3	8,7	191,8	85,3	29,1	3,1	66,8	7,5
II	295,2	113,1	71,3	8,6	96,0	6,1	251,7	111,2	63,9	3,4	67,3	5,8
III	37,8	26,9	8,1	5,9	-7,6	4,5	61,6	27,9	14,2	7,8	5,5	6,2
2005 Jul	-2,3	9,0	0,1	1,9	-15,9	2,7	-2,6	1,8	-6,7	-0,9	-0,6	3,8
Ago	-10,1	2,0	-2,6	1,6	-10,7	-0,5	21,1	13,0	7,9	4,1	-4,4	0,5
Sep	50,2	15,9	10,6	2,4	19,0	2,3	43,1	13,1	13,0	4,6	10,5	2,0
Oct	31,8	23,6	15,7	6,0	-16,3	2,7	41,9	23,5	18,7	5,2	-6,7	1,2

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

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

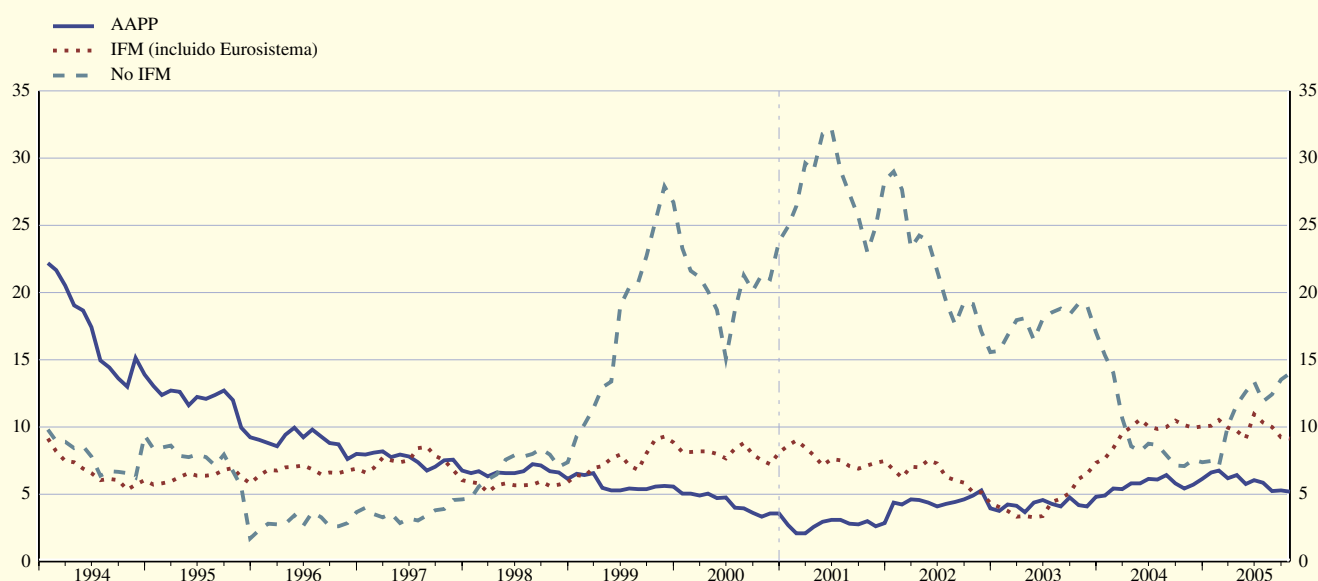


Fuente: BCE.

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

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

C15 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas (tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

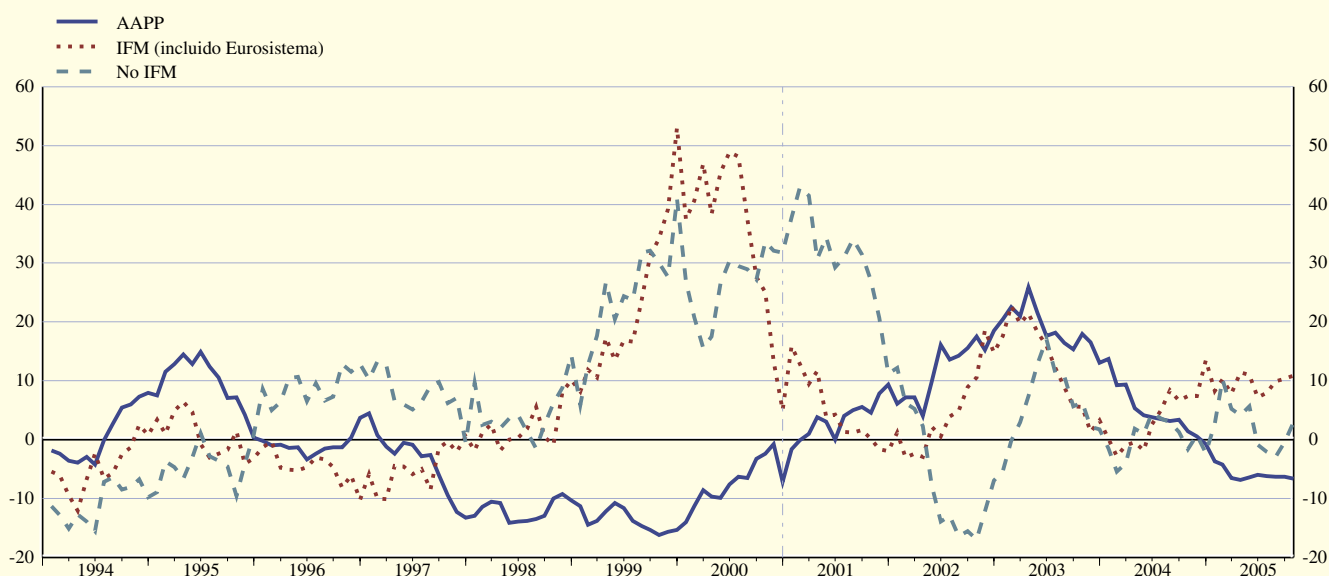
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2003	5,2	2,2	15,3	12,2	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,4	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,5	0,6	26,4
2004 IV	4,3	2,4	2,6	0,8	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,7	2,3	18,7
2005 I	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	28,4	7,7	12,4
II	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,8	19,4	18,9	34,8	27,2	8,5	3,0
III	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,7	20,6	19,6	38,4	18,2	11,2	1,3
2005 May	4,6	2,2	6,2	0,9	5,6	15,1	18,9	17,7	38,0	26,8	7,7	1,5
Jun	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,7	22,0	21,5	39,0	26,9	10,8	0,0
Jul	4,6	3,0	6,3	0,2	5,2	16,5	20,6	20,4	37,1	15,7	10,1	1,8
Ago	4,5	3,1	6,4	0,9	5,0	15,8	19,9	19,1	37,9	16,5	10,1	0,6
Sep	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,7	20,5	17,3	41,4	18,9	16,2	3,2
Oct	4,7	4,1	7,0	1,0	4,7	15,4	18,4	15,2	41,6	18,4	11,3	2,1
En euros												
2003	4,6	0,1	20,5	12,5	4,2	21,3	8,6	7,6	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,8	0,5	25,3
2004 IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,8	27,3	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,8	-2,5	6,2	13,7	17,6	18,2	24,0	27,5	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	25,3	8,9	3,7
III	4,2	1,0	10,2	0,3	4,9	16,1	20,3	18,8	37,9	19,1	11,8	2,2
2005 May	4,3	0,1	10,3	0,4	5,6	15,5	18,6	17,0	38,1	24,5	8,1	2,6
Jun	4,5	0,9	11,6	0,5	5,4	15,2	21,9	21,2	38,8	24,8	11,4	1,0
Jul	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,1	20,5	19,8	36,9	16,9	10,6	2,7
Ago	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,3	19,7	18,3	37,7	17,9	10,6	1,4
Sep	3,8	1,1	9,9	0,1	4,3	14,9	19,8	15,9	39,6	20,4	16,9	4,0
Oct	4,3	2,1	9,7	1,3	4,6	15,7	17,7	14,0	39,1	19,9	11,8	2,2

C16 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

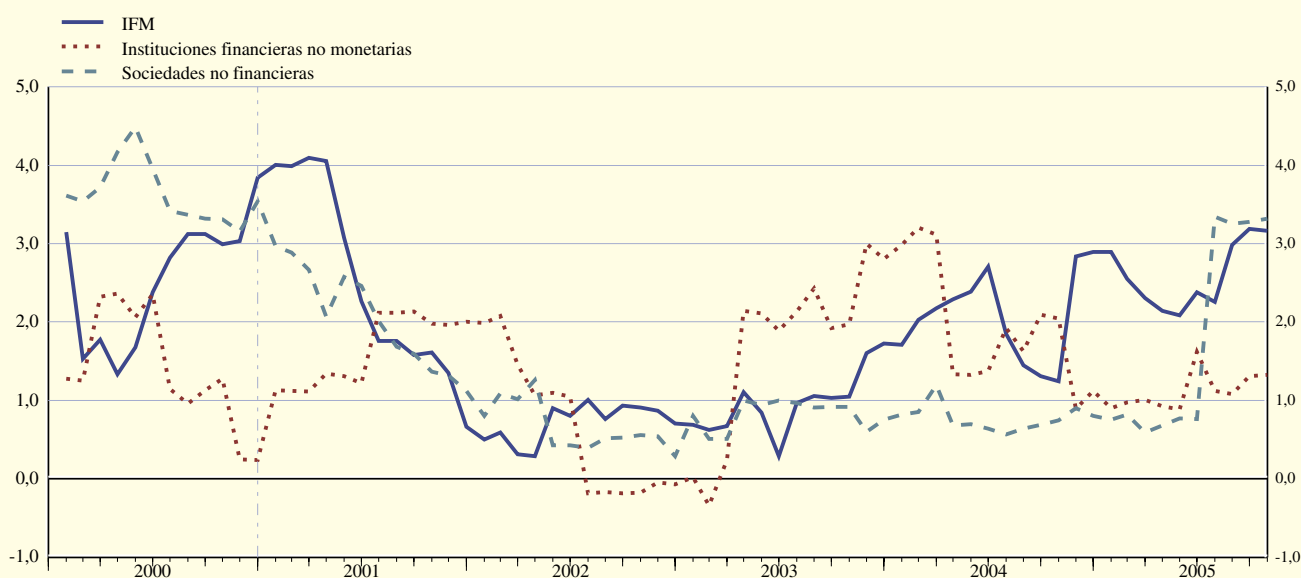
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Oct	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	335,9	2,0	2.612,9	0,9
Nov	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	340,0	3,0	2.657,4	0,6
Dic	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	351,0	2,8	2.726,9	0,8
2004 Ene	3.788,6	101,5	1,2	584,1	1,7	375,1	3,0	2.829,4	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	377,1	3,2	2.887,1	0,8
Mar	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,2	357,7	3,1	2.836,9	1,2
Abr	3.748,5	102,0	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
Jul	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
Feb	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
Mar	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
Abr	4.094,7	102,9	0,9	656,0	2,1	403,9	0,9	3.034,8	0,7
May	4.272,6	103,0	1,0	678,1	2,1	417,1	0,9	3.177,4	0,8
Jun	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	434,0	1,6	3.249,7	0,8
Jul	4.631,7	105,1	3,0	727,9	2,3	460,1	1,1	3.443,8	3,3
Ago	4.606,4	105,1	3,0	723,4	3,0	450,3	1,1	3.432,7	3,3
Sep	4.818,7	105,2	3,1	764,1	3,2	475,8	1,3	3.578,8	3,3
Oct	4.651,1	105,3	3,1	752,4	3,2	473,0	1,3	3.425,7	3,3

C17 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

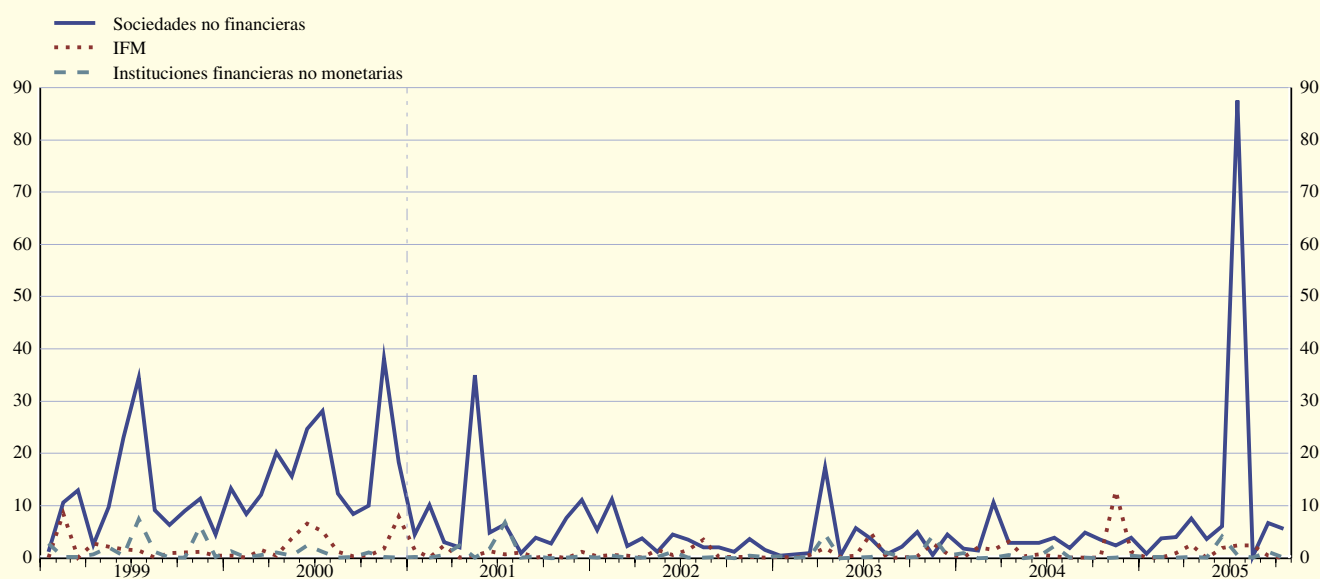
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista 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
2004 Nov	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,23	3,39	2,02
Dic	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02
2005 Ene	0,74	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
Feb	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
Mar	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
May	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
Jun	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
Jul	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,02	2,21	3,11	2,00
Ago	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,02	2,22	2,90	2,01
Sep	0,69	1,97	2,05	2,04	2,02	2,29	0,96	2,04	2,23	2,97	2,04
Oct	0,69	1,98	2,28	2,16	1,96	2,27	0,97	2,04	2,58	3,44	2,02

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
2004 Nov	9,48	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,97	4,89	4,82
Dic	9,53	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Ene	9,60	6,97	6,83	8,33	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Feb	9,65	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	4,00	4,73	4,49
Mar	9,60	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
Abr	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
May	9,64	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
Jun	9,61	6,62	6,50	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50
Jul	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,89	4,54	4,29
Ago	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,32	3,72	4,00	3,99	3,89	3,80	4,59	4,41
Sep	9,61	7,04	6,43	7,94	7,85	3,31	3,68	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
Oct	9,64	6,82	6,36	7,99	7,75	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,89	4,50	4,28

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
2004 Nov	5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,41	4,31
Dic	5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Ene	5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	3,29	4,10
Feb	5,30	3,91	4,76	4,36	3,01	3,33	3,81
Mar	5,28	3,90	4,50	4,32	3,02	3,47	4,11
Abr	5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,53	3,99
May	5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,60	3,80
Jun	5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88
Jul	5,12	3,86	4,40	4,11	2,96	3,57	3,77
Ago	5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,52	3,81
Sep	5,14	3,81	4,36	4,03	2,90	3,39	3,87
Oct	5,10	3,88	4,43	4,01	2,88	3,58	3,80

Fuente: BCE.

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

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

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

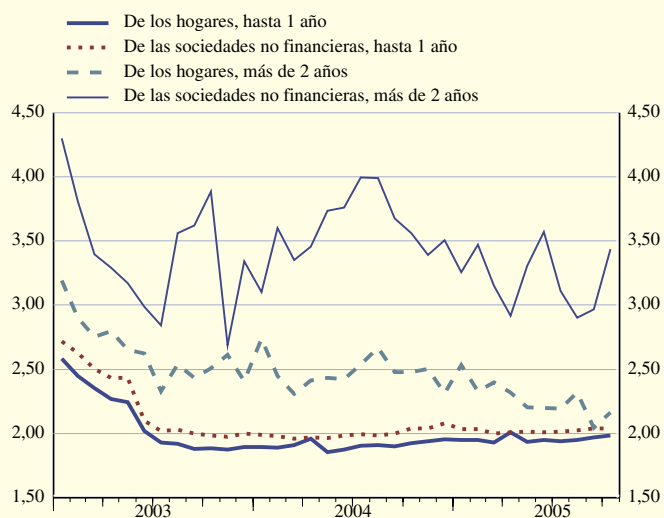
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Nov	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
Dic	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 Ene	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
Feb	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
Mar	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
Abr	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
May	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,11	3,50	2,00
Jun	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,54	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,49	1,98
Ago	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	2,00
Sep	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,11	3,53	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,48	2,03

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Nov	4,67	4,52	4,86	7,94	6,98	5,82	4,40	3,96	4,48
Dic	4,78	4,50	4,83	7,94	7,01	5,80	4,35	3,97	4,44
2005 Ene	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41
Feb	4,74	4,45	4,76	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
Mar	4,75	4,41	4,78	8,07	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
Abr	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37
May	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35
Jun	4,62	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
Jul	4,57	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29
Ago	4,54	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28
Sep	4,52	4,23	4,59	7,94	6,85	5,70	4,25	3,78	4,26
Oct	4,50	4,19	4,58	7,95	6,80	5,70	4,24	3,77	4,25

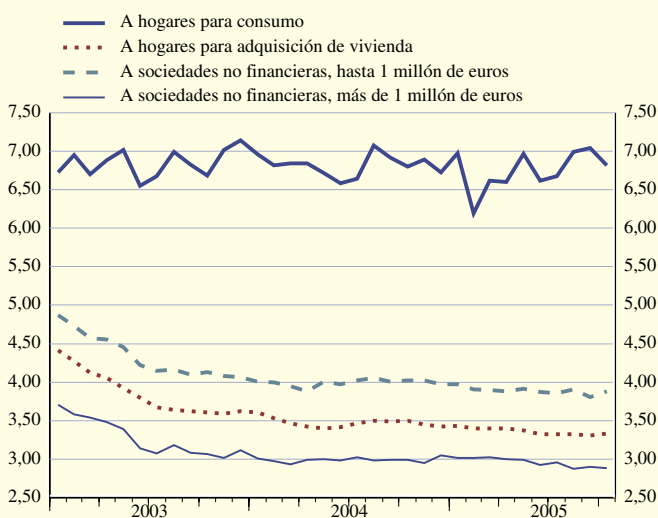
C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



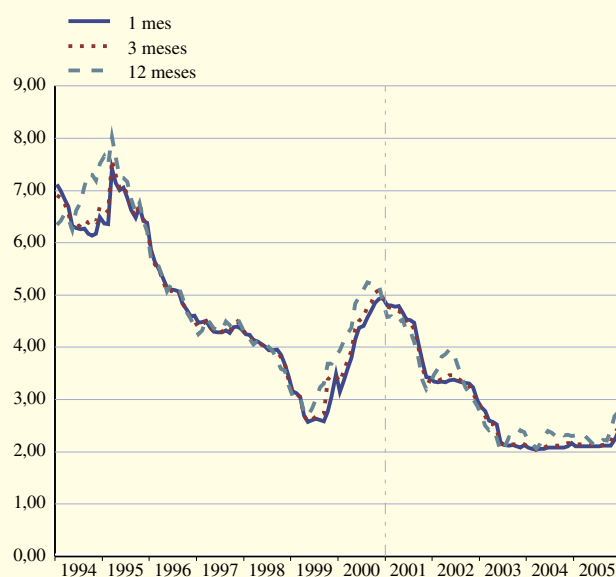
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

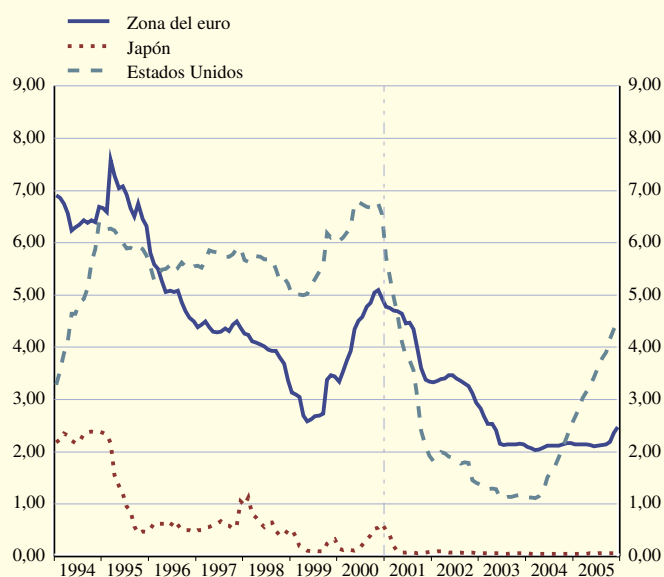
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro 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	2,19	2,24	2,34	3,56	0,06
2004 IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2004 Dic	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Ene	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Feb	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
Mar	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05
Abr	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
May	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
Jun	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
Jul	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
Ago	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
Sep	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
Oct	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
Nov	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dic	2,28	2,41	2,47	2,60	2,79	4,49	0,07

C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C22 Tipos a tres meses del mercado monetario (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

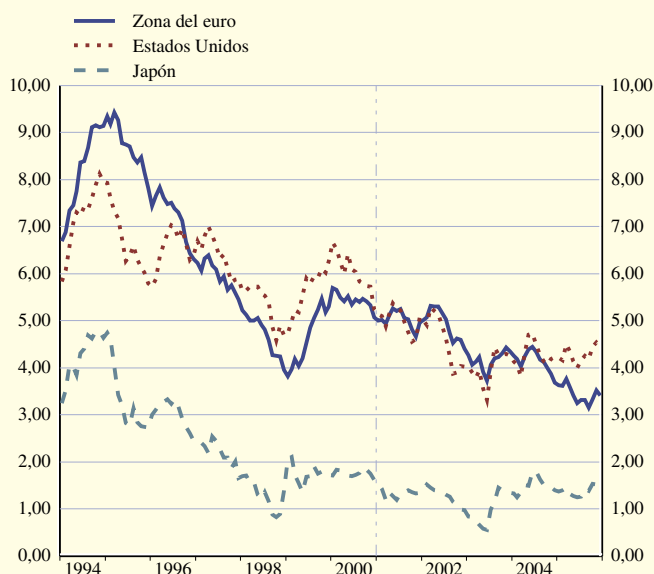
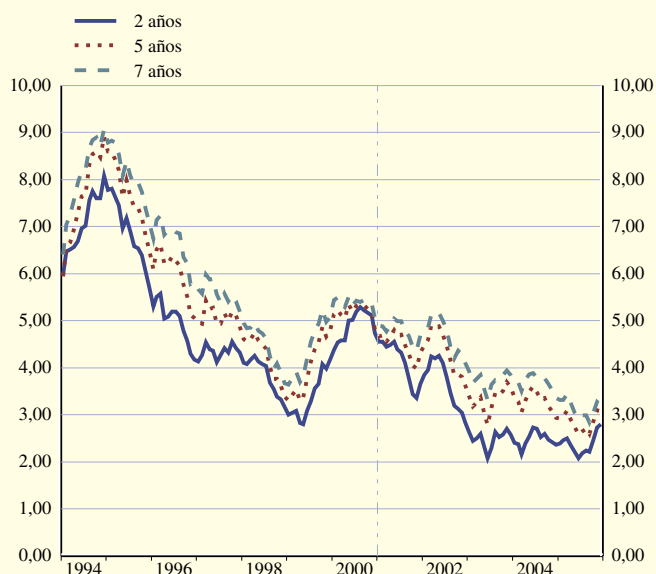
	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2004 IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2004 Dic	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Ene	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Feb	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
Mar	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
Abr	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
May	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
Jun	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Jul	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
Ago	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
Sep	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
Oct	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
Nov	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dic	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54

C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)

C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

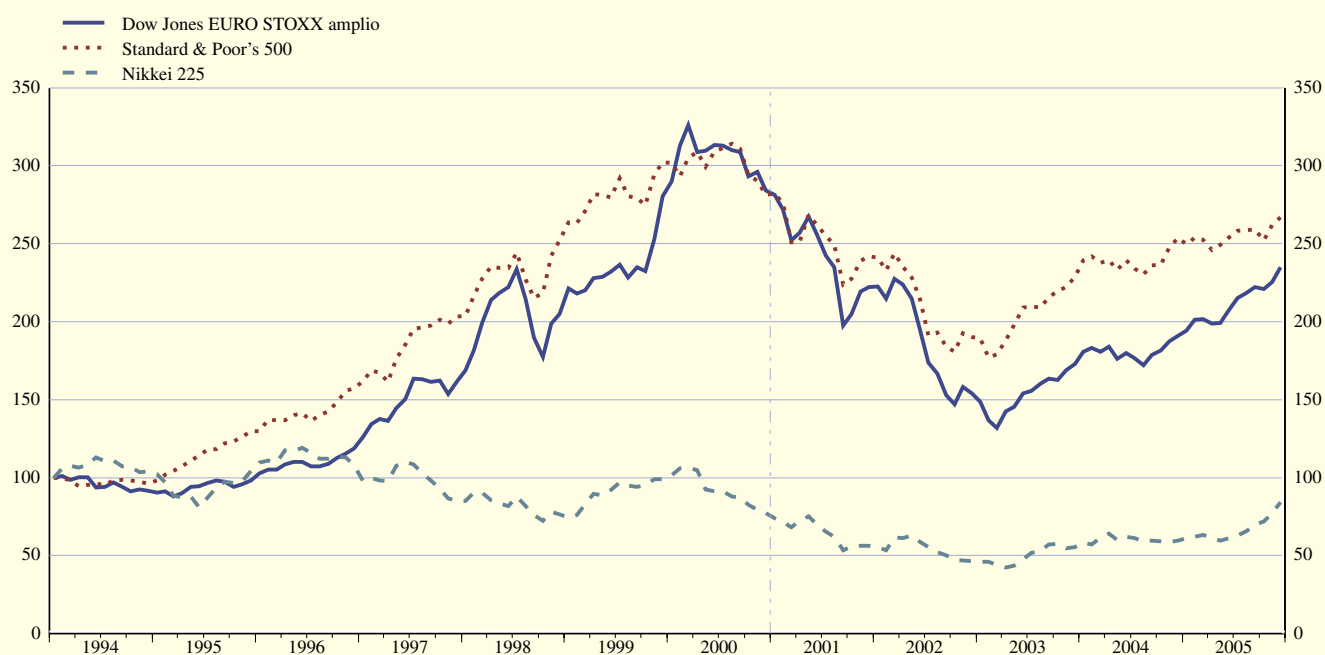
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2004 IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,8
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2004 Dic	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3
2005 Ene	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,1
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,4
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
May	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4
Jun	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,7
Jul	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9
Ago	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0
Sep	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6
Oct	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
Nov	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
Dic	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total ¹⁾	100,0	100,0	83,9	59,2	40,8	100,0	12,0	7,5	31,0	8,6	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 III	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,2	1,9	0,7
IV	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,4	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 I	116,7	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,7	-0,1	0,3	0,5
II	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
III	118,6	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	-0,2	0,0	5,6	0,6
2005 Jul	118,2	2,2	1,3	2,1	2,3	0,3	0,1	-0,5	-0,1	2,7	0,2
Ago	118,5	2,2	1,3	2,2	2,2	0,3	0,1	0,4	0,0	1,3	0,2
Sep	119,1	2,6	1,4	2,9	2,2	0,5	0,6	-0,1	0,2	3,0	0,1
Oct	119,4	2,5	1,5	2,6	2,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Nov	119,1	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,1	0,5	0,1	-3,0	0,1
Dic ²⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ¹⁾	19,6	12,0	7,5	39,6	31,0	8,6	10,3	6,4	6,3	2,9	14,6	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 III	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 I	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
III	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
2005 Jun	1,1	1,5	0,5	2,2	0,3	9,4	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,2	3,2
Jul	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,7	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
Ago	1,4	1,7	1,0	2,5	0,0	11,5	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,4	3,1
Sep	1,8	2,3	1,0	3,4	0,2	15,0	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	2,9
Oct	1,9	2,4	1,1	2,9	0,3	12,1	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,4	2,7
Nov	2,2	2,6	1,5	2,5	0,4	10,0	2,4	1,9	2,8	-2,8	2,2	2,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

2) Basado en las primeras estimaciones efectuadas por Alemania, España e Italia (y, cuando estén disponibles, por otros Estados miembros), así como en información provisional sobre los precios 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	Precios del petróleo ⁴⁾	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía	primas en los mercados mundiales			petróleo ⁴⁾ (euros por barril)		
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero						No duradero	Total
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	9,4	44,6
2004 IV	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,5	7,2 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,1	-	22,4	2,2	42,2
III	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	.	-	33,5	11,6	50,9
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	34,2	23,2	48,6
2005 Jul	110,3	4,1	3,0	1,3	1,9	1,2	0,8	1,2	0,7	15,1	-	-	34,1	9,6	48,3
Ago	110,8	4,0	2,9	1,3	1,7	1,1	0,9	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
Sep	111,3	4,4	3,2	1,3	1,6	1,2	1,1	1,2	1,1	16,6	-	-	33,9	13,2	52,2
Oct	112,0	4,2	2,8	1,4	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	15,2	-	-	23,1	17,4	49,3
Nov	111,7	4,2	2,7	1,4	1,7	1,0	1,4	1,2	1,4	14,8	-	-	33,0	22,5	47,9
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	48,6	29,8	48,5

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	3,9	4,0	3,7	3,7	3,9	4,0	2,6
2002	107,5	3,5	3,3	4,5	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,7	3,0	2,8	3,8	3,0	3,9	2,8	2,4
2004	113,6	2,5	2,3	3,0	2,8	3,3	2,3	2,1
2004 III	114,0	2,4	2,3	2,7	2,4	3,3	2,3	2,0
IV	114,7	2,4	1,9	4,0	2,8	2,9	2,1	2,0
2005 I	115,5	3,2	2,6	4,6	3,3	3,1	3,2	2,2
II	116,1	2,5	2,2	3,2	2,7	2,2	2,4	2,1
III	116,8	2,2	2,1	2,7	2,5	1,5	2,1	2,1

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- tura 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	1,7	1,3	2,3	1,4	4,0	2,6
2002	104,5	2,2	1,6	1,1	3,1	1,6	3,1	2,9
2003	106,4	1,8	3,0	0,9	1,6	1,7	1,9	2,7
2004	107,4	0,9	-7,3	-0,3	2,4	0,5	2,1	1,6
2004 II	107,3	0,8	-8,3	-1,4	0,9	-0,1	1,9	2,6
III	107,3	0,4	-8,8	-1,4	3,6	0,8	2,3	0,4
IV	107,8	1,1	-5,5	0,7	3,2	0,4	2,0	1,3
2005 I	108,2	1,1	0,8	-0,1	4,0	0,7	1,9	1,6
II	108,4	1,0	3,3	-0,2	2,6	1,1	2,6	1,3
	Compensación por empleado							
2001	102,7	2,7	1,3	2,5	3,1	2,5	2,6	3,0
2002	105,3	2,5	3,1	2,6	3,2	2,2	1,9	2,9
2003	107,7	2,3	1,0	2,7	2,5	2,0	1,8	2,5
2004	109,8	2,0	0,5	3,0	3,3	1,5	1,4	2,0
2004 II	109,8	2,4	0,3	3,2	2,7	1,3	1,3	3,3
III	109,8	1,5	0,4	2,4	3,0	1,6	1,6	0,7
IV	110,3	1,7	1,7	2,4	3,2	1,7	1,1	1,5
2005 I	111,0	1,5	2,8	1,7	2,6	1,9	1,7	1,1
II	111,5	1,5	2,6	1,8	3,2	2,1	2,2	0,3
	Productividad del trabajo ²⁾							
2001	100,5	0,5	-0,3	1,2	0,8	1,1	-1,4	0,4
2002	100,7	0,2	1,5	1,5	0,1	0,6	-1,1	0,0
2003	101,2	0,5	-1,9	1,8	0,9	0,3	-0,1	-0,2
2004	102,3	1,1	8,4	3,3	0,9	1,0	-0,8	0,4
2004 III	102,4	1,1	10,0	3,9	-0,5	0,9	-0,7	0,3
IV	102,3	0,7	7,7	1,7	0,0	1,3	-0,9	0,1
2005 I	102,6	0,4	2,0	1,8	-1,3	1,2	-0,2	-0,5
II	102,8	0,5	-0,7	2,0	0,6	1,0	-0,4	-0,9
III	103,2	0,8	0,0	2,2	2,0	1,4	-0,5	-0,7

5. Deflatores del producto interior bruto

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

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 deflact

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2001	6.971,0	6.859,1	4.021,2	1.381,1	1.453,4	3,4	112,0	2.595,4	2.483,5
2002	7.213,6	7.023,7	4.138,0	1.455,3	1.443,6	-13,3	189,9	2.630,6	2.440,7
2003	7.411,8	7.248,5	4.264,6	1.511,5	1.471,3	1,2	163,3	2.633,2	2.469,9
2004	7.686,1	7.522,7	4.409,6	1.560,7	1.532,8	19,6	163,4	2.821,9	2.658,5
2004 III	1.930,4	1.891,8	1.104,5	391,2	386,5	9,6	38,7	717,0	678,3
IV	1.941,3	1.911,2	1.118,9	392,3	391,0	8,9	30,1	720,0	689,9
2005 I	1.955,3	1.922,0	1.124,5	396,8	392,1	8,6	33,4	720,0	686,7
II	1.972,6	1.946,4	1.133,8	401,3	398,6	12,7	26,3	736,8	710,5
III	1.988,9	1.962,9	1.145,2	402,8	408,5	6,4	26,1	770,8	744,7
en porcentaje del PIB									
2004	100,0	97,9	57,4	20,3	19,9	0,3	2,1	-	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ³⁾)									
tasas de variación intertrimestral									
2004 III	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	-	-	1,2	2,0
IV	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,3	1,3
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	-	-	-0,8	-1,5
II	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	-	-	2,2	2,6
III	0,6	0,3	0,3	0,6	1,6	-	-	3,4	2,8
tasas de variación interanual									
2001	1,9	1,2	1,9	2,2	0,4	-	-	3,7	1,8
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-2,0	-	-	1,7	0,2
2003	0,7	1,4	1,1	1,6	0,8	-	-	1,2	3,0
2004	2,1	2,1	1,5	1,2	2,2	-	-	6,5	6,6
2004 III	1,9	2,3	1,1	1,2	2,0	-	-	6,3	7,6
IV	1,6	2,0	1,8	0,7	1,6	-	-	5,9	7,1
2005 I	1,2	1,6	1,3	0,9	1,3	-	-	3,2	4,2
II	1,2	1,8	1,4	1,1	1,9	-	-	2,9	4,5
III	1,6	1,5	1,5	1,4	3,1	-	-	5,2	5,2
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2004 III	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,3	-	-
IV	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,4	-	-
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
II	0,4	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
III	0,6	0,3	0,2	0,1	0,3	-0,3	0,3	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
2001	1,9	1,2	1,1	0,4	0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,4	-0,2	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 III	1,9	2,2	0,6	0,2	0,4	0,9	-0,3	-	-
IV	1,6	1,9	1,0	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 I	1,2	1,5	0,8	0,2	0,3	0,3	-0,3	-	-
II	1,2	1,7	0,8	0,2	0,4	0,3	-0,5	-	-
III	1,6	1,5	0,9	0,3	0,6	-0,3	0,1	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2001	6.256,8	156,8	1.354,8	352,8	1.327,0	1.681,1	1.384,3	714,2
2002	6.476,6	151,9	1.366,8	365,5	1.377,6	1.758,3	1.456,6	736,9
2003	6.651,6	151,6	1.375,6	382,6	1.408,8	1.821,7	1.511,3	760,3
2004	6.891,0	152,1	1.418,0	406,6	1.456,8	1.892,2	1.565,3	795,0
2004 III	1.730,7	37,7	357,5	101,9	366,5	476,2	390,8	199,8
IV	1.739,1	38,1	356,6	103,7	367,6	479,0	394,0	202,2
2005 I	1.753,5	37,3	359,9	104,1	369,7	484,2	398,4	201,8
II	1.769,5	37,1	363,8	106,7	372,0	490,4	399,5	203,1
III	1.779,3	37,2	364,8	108,9	374,9	493,7	399,8	209,7
en porcentaje del valor añadido								
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	21,1	27,5	22,7	-
Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior ¹⁾)								
tasas de variación intertrimestral								
2004 III	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,4	0,4	0,1	0,6
IV	0,2	0,8	-0,6	0,6	0,4	0,2	0,4	0,5
2005 I	0,3	-1,8	0,3	-0,3	0,4	0,7	0,2	0,4
II	0,4	-1,0	0,7	1,9	0,6	0,4	-0,2	0,2
III	0,5	-0,3	0,7	0,3	0,7	0,4	0,6	1,4
tasas de variación intermensual								
2001	2,0	-1,4	1,2	1,2	2,8	2,7	1,8	0,8
2002	1,0	-0,3	-0,1	0,0	1,2	1,4	2,0	0,1
2003	0,7	-4,1	0,2	1,0	0,5	1,3	1,1	0,9
2004	2,2	7,3	2,4	2,0	2,3	1,9	1,7	1,4
2004 III	2,0	9,2	2,2	1,2	1,8	1,8	1,6	1,2
IV	1,7	6,8	0,8	1,3	2,3	1,7	1,5	0,9
2005 I	1,4	0,3	0,7	-0,1	2,1	2,0	0,9	0,2
II	1,2	-2,2	0,7	1,7	1,8	1,8	0,5	1,7
III	1,4	-2,3	1,2	2,4	2,0	1,7	0,9	2,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2004 III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
2005 I	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-
II	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-
III	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2001	2,0	0,0	0,3	0,1	0,6	0,7	0,4	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2004 III	2,0	0,2	0,4	0,1	0,4	0,5	0,4	-
IV	1,7	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 I	1,4	0,0	0,1	0,0	0,4	0,6	0,2	-
II	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	-
III	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,4
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	2,9	-0,1
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	0,0	0,6	2,5	-0,2
2004 IV	1,1	102,4	1,1	0,7	0,5	1,0	1,7	-0,2	-3,5	0,4	3,0	-0,8
2005 I	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,8	2,1	-1,0	-3,9	-0,5	1,1	-4,2
II	1,1	102,9	0,7	0,8	0,3	-0,4	2,1	0,5	-1,8	0,9	1,2	-0,1
III	1,1	103,7	1,4	1,4	1,3	1,2	2,6	1,7	-0,2	2,0	0,1	0,8
2005 May	0,3	102,7	0,1	-0,3	-0,8	-0,4	0,5	0,4	-4,2	1,2	0,8	-0,3
Jun	0,8	103,1	0,7	0,5	-0,1	-1,2	2,4	0,5	-0,5	0,7	2,6	0,6
Jul	0,6	103,2	0,6	0,0	-0,1	-0,5	2,6	0,0	-1,9	0,4	2,0	0,6
Ago	1,8	104,1	2,6	3,0	3,0	3,8	2,3	3,5	2,6	3,6	-0,5	2,3
Sep	1,1	103,8	1,2	1,6	1,5	1,0	2,7	1,9	-0,3	2,3	-1,4	-0,3
Oct	.	103,0	0,2	0,7	0,5	1,2	0,2	0,9	-0,8	1,2	-2,2	.
	tasas de variación intermensual (d.)											
2005 May	-0,6	-	-0,4	-1,0	-1,2	-0,4	-0,3	-0,3	-2,1	0,0	1,8	0,4
Jun	0,1	-	0,5	0,6	0,5	-0,3	1,3	0,1	1,5	-0,1	2,1	0,9
Jul	0,0	-	0,1	-0,1	0,1	0,9	0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,1
Ago	0,6	-	0,8	1,4	1,5	2,1	-0,1	1,2	1,0	1,3	-2,4	0,2
Sep	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,2	0,9	-0,5	-1,3	-0,4	-0,1	-1,5
Oct	.	-	-0,7	-0,8	-0,8	0,0	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6	-1,7	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Total (d.) miles ³⁾	Total
										Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	105,1	7,1	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,9	2,8	922	1,1
2004 IV	109,3	8,2	107,3	5,1	1,7	103,3	1,0	1,2	0,7	1,2	2,6	942	3,6
2005 I	106,0	3,1	106,7	2,5	2,0	104,0	1,3	1,2	1,2	0,5	0,8	921	0,4
II	108,6	3,3	110,3	4,2	1,6	103,6	0,6	0,3	0,6	0,8	0,6	938	1,0
III	109,8	4,9	110,8	3,9	2,0	103,8	1,0	0,3	1,4	1,3	1,7	942	4,6
2005 Jun	110,8	6,2	112,3	3,6	1,3	104,0	0,4	0,7	0,0	-0,3	0,6	981	6,1
Jul	109,2	1,7	106,7	0,3	0,5	103,3	-0,2	-1,0	0,3	0,1	0,5	940	3,0
Ago	109,2	7,8	112,6	7,3	3,2	104,4	2,2	0,9	3,3	4,4	3,3	933	7,4
Sep	110,9	6,0	113,1	4,8	2,3	103,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,6	953	4,5
Oct	110,2	4,2	106,4	1,4	1,4	103,8	0,2	0,4	0,0	0,8	0,8	942	0,1
Nov	.	.	.	.	1,4	103,7	0,3	-0,2	0,7	.	.	934	-2,0
	tasas de variación intermensual (d.)												
2005 Jun	-	3,2	-	4,2	0,0	-	-0,1	-0,2	0,0	1,0	0,5	-	9,6
Jul	-	-1,5	-	-5,0	-0,5	-	-0,6	-0,8	-0,3	0,1	-0,4	-	-4,1
Ago	-	0,0	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,3	1,9	1,3	-	-0,8
Sep	-	1,6	-	0,5	-0,5	-	-0,7	0,0	-1,2	-3,6	-0,7	-	2,2
Oct	-	-0,7	-	-6,0	0,3	-	0,2	0,4	-0,1	1,1	-0,3	-	-1,1
Nov	-	.	-	.	-0,1	-	-0,1	-0,4	0,2	.	.	-	-0,9

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

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactu

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Carta de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,5	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,5	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,2	-7	-17	11	6	.	-14	-4	-15	28	-8
2004 IV	100,5	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 I	98,7	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
II	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
III	97,8	-8	-18	11	6	81,1	-15	-4	-17	29	-8
IV	100,2	-6	-15	10	7	.	-12	-4	-15	22	-9
2005 Jul	97,3	-8	-18	11	4	80,9	-15	-4	-19	30	-9
Ago	97,6	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8
Sep	98,4	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
Oct	100,2	-6	-16	10	8	81,2	-13	-5	-15	23	-9
Nov	99,9	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
Dic	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Carta 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	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	2	-3	-4	14
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	4	-5	3	14
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	11	7	8	17
2005	-10	-15	-4	-7	-12	14	3	11	6	10	17
2004 IV	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	9	9	16
2005 I	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	8	7	17
II	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	0	9	17
III	-9	-16	-3	-9	-13	14	1	11	6	10	17
IV	-5	-11	0	-5	-8	15	10	14	10	13	18
2005 Jul	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	11	19
Ago	-9	-16	-2	-9	-14	13	1	10	3	10	15
Sep	-8	-14	-1	-8	-12	15	5	11	8	10	15
Oct	-8	-14	-1	-4	-9	13	12	14	10	13	19
Nov	-3	-7	1	-6	-11	16	9	14	11	13	18
Dic	-5	-10	0	-4	-5	16	9	13	9	13	18

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	24,9	15,3	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,494	1,5	1,7	0,2	-0,8	0,1	0,7	1,8	4,2	1,3
2002	135,466	0,7	0,8	0,1	-1,6	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,817	0,7	0,6	1,2	-0,8	-1,6	1,0	0,9	2,6	1,2
2004 III	136,888	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
IV	137,225	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 I	137,293	0,9	0,8	1,0	-1,5	-1,1	1,5	1,0	2,2	1,4
II	137,499	0,8	0,8	1,0	-1,3	-1,3	1,4	0,8	2,3	1,4
III	137,890	0,8	0,8	0,5	-1,9	-1,0	1,5	0,4	2,3	1,6
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2004 III	0,360	0,3	0,1	1,4	0,1	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,3
IV	0,337	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	-0,3	0,2	0,5	0,5
2005 I	0,068	0,0	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	0,0	0,1	0,7	0,4
II	0,206	0,2	0,0	0,7	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,2
III	0,391	0,3	0,2	0,6	-0,7	-0,1	0,4	0,2	0,6	0,5

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		48,0		52,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,017	7,9	8,093	6,6	2,924	16,1	5,037	6,3	5,980	9,9
2002	11,747	8,3	8,729	7,0	3,018	16,8	5,513	6,9	6,233	10,1
2003	12,534	8,7	9,413	7,5	3,120	17,6	5,971	7,4	6,562	10,5
2004	12,869	8,9	9,732	7,6	3,137	17,9	6,174	7,6	6,695	10,5
2004 III	12,902	8,9	9,762	7,6	3,140	17,9	6,181	7,6	6,721	10,5
IV	12,865	8,8	9,741	7,6	3,124	18,0	6,259	7,6	6,606	10,3
2005 I	12,818	8,8	9,616	7,5	3,202	18,3	6,205	7,6	6,613	10,3
II	12,622	8,6	9,571	7,4	3,050	17,6	6,136	7,5	6,486	10,1
III	12,279	8,4	9,343	7,2	2,935	17,2	6,010	7,3	6,269	9,8
2005 Jun	12,515	8,6	9,535	7,4	2,981	17,3	6,091	7,4	6,425	10,0
Jul	12,384	8,5	9,455	7,3	2,928	17,1	6,046	7,4	6,338	9,9
Ago	12,294	8,4	9,362	7,3	2,932	17,1	6,025	7,4	6,269	9,8
Sep	12,158	8,3	9,212	7,1	2,945	17,2	5,958	7,3	6,200	9,7
Oct	12,093	8,3	9,129	7,1	2,964	17,4	5,899	7,2	6,194	9,7
Nov	12,100	8,3	9,121	7,1	2,980	17,4	5,874	7,2	6,226	9,7

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) En el 2004.

3) Adu□

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

6

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/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	Emplea-dores	Asalariados	Ventas	12	Impuest. sobre el capital	14
1996	47,0	46,6	11,7	9,1	2,3	13,2	0,7	17,3	8,5	5,5	2,4	0,3	0,2	42,5
1997	47,2	46,7	11,9	9,1	2,5	13,4	0,7	17,3	8,6	5,5	2,3	0,5	0,3	42,9
1998	46,7	46,4	12,2	9,6	2,3	14,0	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	42,7
1999	47,2	47,0	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2000	46,9	46,6	12,8	9,8	2,6	14,0	0,6	16,0	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	43,0
2001	46,1	45,8	12,4	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	42,0
2002	45,5	45,2	11,9	9,4	2,2	13,6	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,3	0,3	41,5
2003	45,5	44,8	11,6	9,2	2,1	13,6	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,7	0,5	41,6
2004	45,0	44,5	11,5	8,8	2,3	13,7	0,3	15,7	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,2

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

F□

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,1% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

3. Países de la zona del euro⁶⁾

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

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

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

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,4	1,8	2,1
1998	1,8	2,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,7	-1,0	-0,5	1,5	2,8
1999	2,0	1,6	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,9	-0,1	-2,3	3,9
2000	1,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,7	-0,6	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,0

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. La □

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

3) Incluye, además del impacto de los movimientos □

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 prin □

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

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

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

- 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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

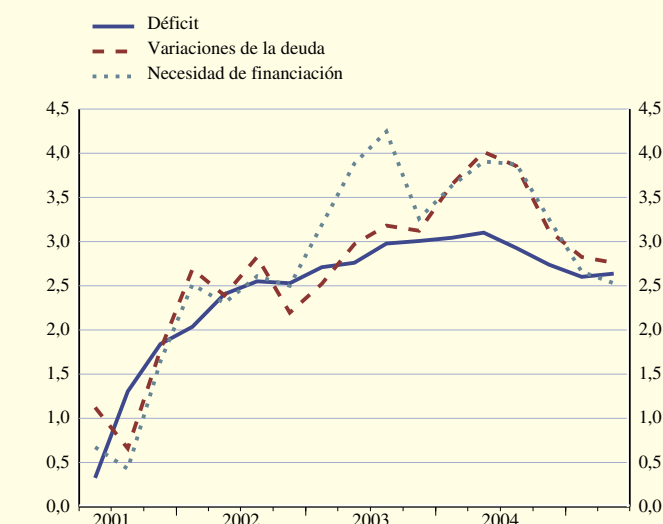
	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros	
				Total	Efectivo y depósitos	Valores	Préstamos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

C26 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

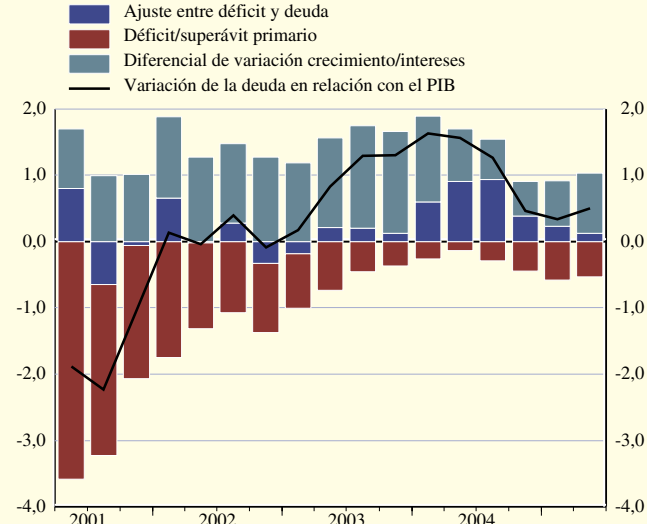
C27 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

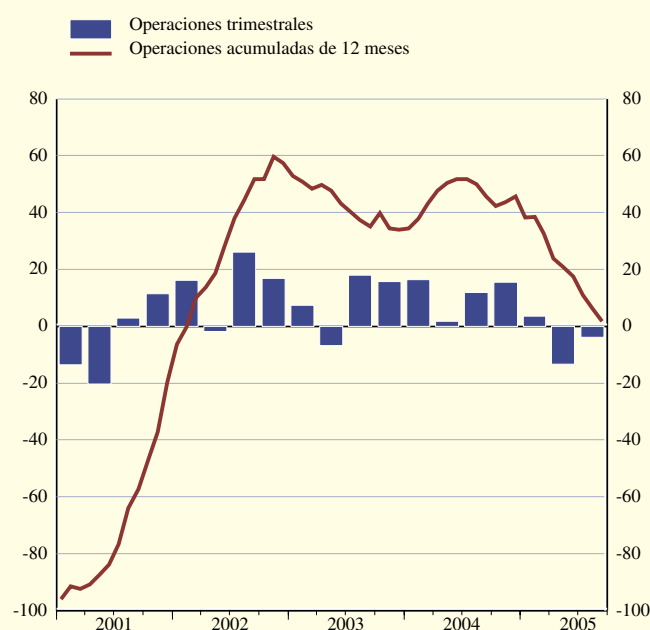
(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financia- ción frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	57,3	130,2	13,7	-37,6	-49,0	10,2	67,6	-15,2	21,9	136,3	-11,0	-159,9	-2,6	-52,3
2003	33,9	108,2	19,5	-37,4	-56,4	12,9	46,8	4,1	-1,7	68,9	-11,2	-80,2	28,2	-50,9
2004	45,6	106,7	28,3	-33,1	-56,3	17,4	63,0	-8,3	-46,8	71,2	-4,8	-40,4	12,5	-54,7
2004 III	11,9	24,5	9,2	-4,0	-17,8	4,1	15,9	1,0	8,4	8,8	-2,3	-17,4	3,5	-16,9
IV	15,5	21,6	6,3	1,9	-14,3	5,9	21,4	2,3	-19,9	30,7	-4,1	-6,8	2,4	-23,7
2005 I	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
II	-13,3	18,8	9,5	-25,5	-16,1	3,9	-9,4	46,0	-11,6	106,7	3,2	-55,3	3,1	-36,6
III	-3,9	16,7	8,4	-10,3	-18,7	2,9	-1,0	18,8	-94,0	70,2	-7,6	48,2	2,0	-17,8
2004 Oct	3,2	8,9	4,1	-4,1	-5,7	0,7	3,8	-16,4	-10,4	9,8	-3,7	-13,1	0,9	12,6
Nov	4,6	5,2	0,8	3,1	-4,5	1,1	5,7	13,2	-9,1	-22,4	1,8	42,9	0,0	-18,9
Dic	7,7	7,5	1,4	3,0	-4,1	4,1	11,9	5,6	-0,4	43,3	-2,1	-36,6	1,5	-17,4
2005 Ene	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
Feb	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
Mar	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
Abr	-10,7	4,0	2,6	-13,0	-4,3	0,2	-10,5	-11,5	-11,6	-14,5	-0,4	15,8	-0,8	22,0
May	-2,8	6,1	3,0	-6,7	-5,3	1,6	-1,2	39,5	8,2	19,7	0,6	8,5	2,6	-38,3
Jun	0,2	8,7	3,9	-5,8	-6,5	2,1	2,3	18,0	-8,2	101,5	3,0	-79,7	1,3	-20,3
Jul	1,3	9,9	3,8	-6,8	-5,6	0,9	2,2	-1,9	-81,2	75,3	0,7	0,8	2,4	-0,3
Ago	-1,7	2,1	1,8	0,0	-5,6	0,8	-0,9	-5,3	-15,0	-19,5	-6,3	35,6	-0,1	6,2
Sep	-3,5	4,7	2,9	-3,6	-7,5	1,2	-2,4	26,0	2,2	14,3	-2,0	11,9	-0,3	-23,7
Oct	-9,2	2,3	3,5	-9,5	-5,5	0,8	-8,4	-6,6	-0,9	-5,1	-1,4	0,9	0,1	15,0
operaciones acumuladas de 12 meses														
2005 Oct	-10,6	66,1	26,8	-42,4	-61,1	13,9	3,4	102,8	-136,1	196,4	-13,4	44,5	11,5	-106,2

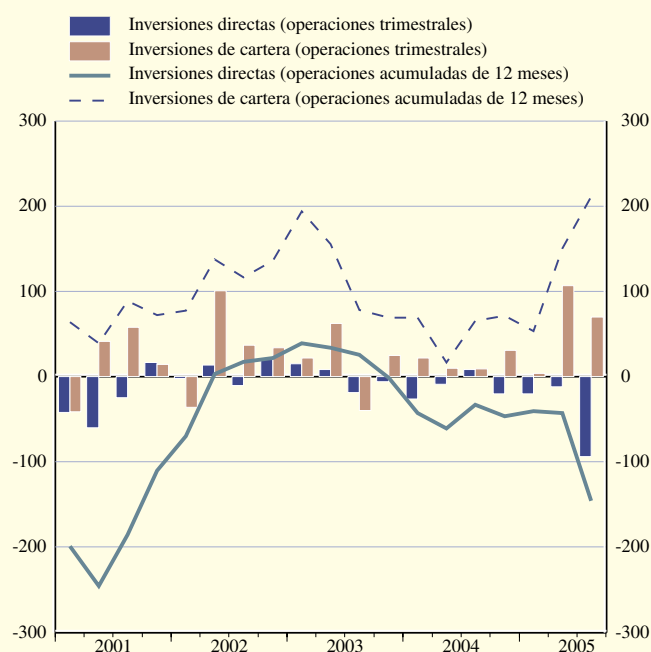
C28 Cuenta corriente

(mm de euros)



C29 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

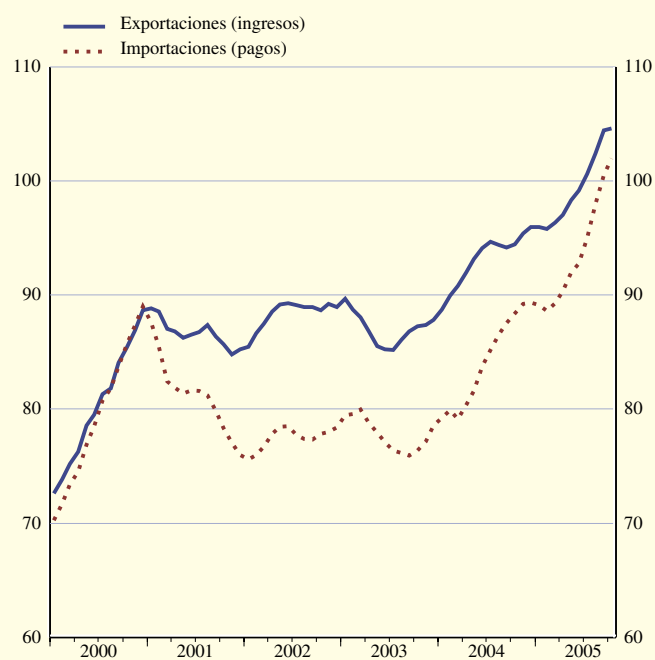
(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	1.723,5	1.666,2	57,3	1.061,6	931,4	331,1	317,4	245,7	283,3	85,1	134,1	19,1	8,9
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	81,7	138,1	23,7	10,8
2004	1.840,7	1.795,1	45,6	1.133,1	1.026,4	360,3	332,0	266,2	299,3	81,0	137,3	24,0	6,6
2004 III	458,4	446,5	11,9	280,7	256,2	98,0	88,8	63,7	67,8	15,9	33,7	5,8	1,7
IV	485,0	469,5	15,5	299,9	278,3	92,6	86,2	74,5	72,6	18,0	32,3	7,6	1,7
2005 I	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
II	496,7	510,0	-13,3	304,3	285,5	95,0	85,5	80,8	106,3	16,6	32,7	5,7	1,8
III	497,0	500,9	-3,9	309,4	292,7	101,7	93,3	70,7	81,0	15,2	33,9	4,4	1,5
2005 Ago	160,0	161,7	-1,7	97,9	95,7	33,2	31,4	23,4	23,4	5,6	11,1	1,4	0,6
Sep	169,8	173,3	-3,5	108,0	103,3	33,2	30,3	24,0	27,5	4,6	12,1	1,7	0,5
Oct	168,4	177,6	-9,2	108,0	105,7	33,2	29,7	23,1	32,6	4,2	9,7	1,7	0,9
Datos desestacionalizados													
2004 III	460,3	454,8	5,4	282,5	262,7	91,1	83,4	66,1	73,5	20,6	35,3	.	.
IV	470,3	460,4	9,9	287,8	268,0	91,0	83,8	71,4	74,8	20,1	33,9	.	.
2005 I	473,7	469,2	4,5	289,0	267,8	93,2	85,8	70,7	77,4	20,8	38,2	.	.
II	485,9	485,4	0,5	297,4	278,3	93,3	87,0	73,7	85,6	21,5	34,6	.	.
III	501,3	512,9	-11,6	313,2	301,6	94,8	88,0	73,7	88,1	19,7	35,2	.	.
2005 Feb	157,1	152,8	4,3	95,8	88,8	31,1	28,7	23,3	24,6	6,9	10,7	.	.
Mar	160,1	158,8	1,3	97,3	90,4	31,2	28,8	24,6	27,0	7,0	12,7	.	.
Abr	161,2	161,5	-0,3	98,0	91,8	30,9	28,3	24,9	30,0	7,5	11,4	.	.
May	162,3	161,7	0,6	99,6	93,8	31,0	29,4	24,7	27,1	6,9	11,6	.	.
Jun	162,4	162,2	0,2	99,9	92,8	31,4	29,3	24,1	28,6	7,1	11,5	.	.
Jul	165,3	168,5	-3,2	102,4	98,4	31,7	29,6	24,3	29,5	6,8	11,0	.	.
Ago	168,3	173,3	-5,0	105,0	102,7	31,4	29,2	24,9	29,2	7,0	12,2	.	.
Sep	167,8	171,1	-3,3	105,8	100,5	31,7	29,2	24,5	29,4	5,9	12,1	.	.
Oct	166,8	175,8	-9,0	103,0	102,7	32,1	29,6	25,2	32,6	6,5	10,9	.	.

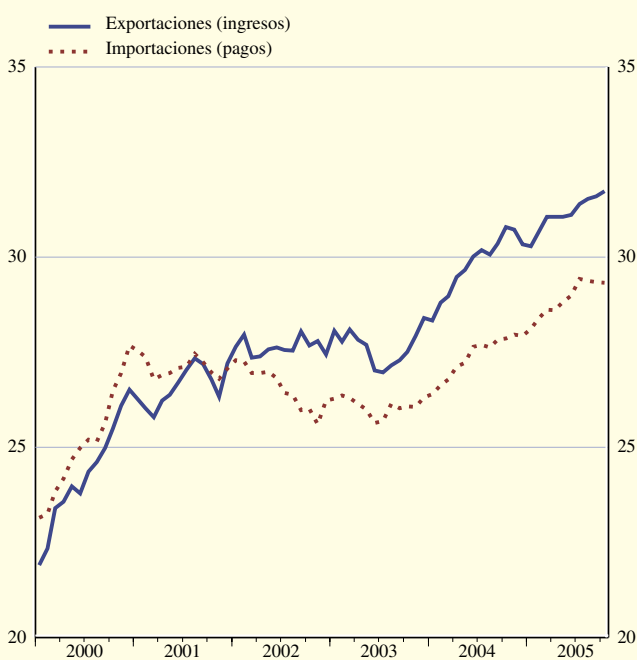
C30 Bienes

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



C31 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	15,1	6,2	230,6	277,1	54,9	55,2	7,5	7,1	19,9	52,1	65,4	71,9	83,0	90,8
2003	14,8	6,1	221,4	267,5	59,4	52,6	10,0	9,7	18,6	53,5	65,7	79,1	67,8	72,6
2004	15,2	6,2	251,0	293,1	77,8	67,5	11,7	12,3	24,0	57,3	74,6	84,3	63,0	71,6
2004 II	3,7	1,6	64,8	90,7	20,2	20,0	3,1	3,1	8,2	26,2	17,8	23,9	15,4	17,5
III	3,8	1,8	59,9	66,0	16,5	16,3	2,5	2,9	5,7	11,3	19,3	17,6	15,9	17,8
IV	4,0	1,6	70,5	71,0	25,5	15,1	3,0	3,5	5,4	10,4	19,5	22,7	17,1	19,4
2005 I	3,7	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
II	3,7	1,7	77,1	104,5	24,2	23,8	3,1	3,5	9,6	30,2	21,7	24,1	18,5	22,8

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	-170,1	-175,9	-22,8	-153,2	5,9	0,0	5,9	192,0	141,4	2,1	139,3	50,5	0,5	50,1
2003	-139,7	-122,6	-2,3	-120,3	-17,1	0,0	-17,1	138,0	120,4	3,1	117,4	17,6	0,1	17,5
2004	-130,8	-141,6	-18,5	-123,0	10,8	0,1	10,7	84,0	76,6	1,2	75,5	7,4	0,7	6,7
2004 III	-15,4	-26,9	-1,2	-25,7	11,4	0,0	11,4	23,9	19,6	0,6	19,0	4,3	0,4	3,9
IV	-65,2	-68,6	-8,6	-60,0	3,4	0,1	3,3	45,4	36,4	1,0	35,4	9,0	-0,1	9,1
2005 I	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
II	-27,0	-21,4	-2,1	-19,3	-5,7	0,0	-5,7	15,4	4,6	0,6	4,0	10,9	-0,1	11,0
III	-104,0	-80,5	-3,8	-76,7	-23,5	0,0	-23,5	10,0	-2,7	0,5	-3,2	12,7	0,1	12,5
2004 Oct	-29,6	-23,0	-0,2	-22,7	-6,6	0,0	-6,7	19,3	11,0	0,3	10,7	8,3	-0,1	8,4
Nov	-29,9	-25,7	-13,2	-12,5	-4,2	0,1	-4,3	20,8	11,4	0,2	11,2	9,5	0,2	9,2
Dic	-5,7	-20,0	4,8	-24,8	14,3	0,0	14,3	5,3	14,0	0,6	13,5	-8,8	-0,2	-8,6
2005 Ene	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
Feb	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
Mar	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
Abr	-16,0	1,5	-1,9	3,4	-17,5	0,0	-17,5	4,4	7,8	-0,1	7,9	-3,4	0,1	-3,5
May	8,5	-4,3	-0,6	-3,7	12,9	0,0	12,9	-0,4	-2,6	0,3	-2,9	2,2	0,0	2,2
Jun	-19,6	-18,5	0,4	-18,9	-1,1	0,0	-1,1	11,4	-0,6	0,4	-1,0	12,0	-0,3	12,3
Jul	-82,6	-74,8	-2,7	-72,0	-7,8	0,0	-7,8	1,4	3,6	0,2	3,4	-2,2	0,0	-2,2
Ago	-11,7	-4,0	-0,5	-3,5	-7,8	0,0	-7,7	-3,3	-3,2	0,1	-3,3	-0,1	-0,1	0,0
Sep	-9,6	-1,7	-0,6	-1,1	-7,9	0,0	-7,9	11,8	-3,1	0,2	-3,3	14,9	0,2	14,7
Oct	-4,3	7,0	0,6	6,5	-11,4	0,0	-11,4	3,4	6,3	0,1	6,2	-2,9	0,0	-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									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP					AAPP					AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5		6	7	8	9		10	11	12	13	
2002	-0,4	-7,4	-31,2	-4,4	85,4	-0,6	-17,4	-70,7	-0,9	167,4	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-13,9	-63,1	-2,6	111,6	-2,4	-45,0	-129,4	-0,2	197,5	0,2	-45,9	21,6	0,6	38,0
2004	0,0	-22,4	-80,4	-3,4	137,5	1,2	-81,4	-94,7	-2,1	255,8	-0,1	-43,3	-9,7	0,1	8,6
2004 III	0,0	-2,5	-7,3	-1,0	39,5	0,7	-23,3	-20,4	-0,4	51,7	0,0	-14,7	-4,8	-0,7	-10,1
IV	0,0	-0,9	-23,8	-0,2	82,9	0,6	-20,9	-27,2	-0,5	41,3	-0,1	-12,2	5,6	4,3	-14,6
2005 I	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
II	0,0	21,7	-22,4	-0,6	27,6	-0,7	-40,5	-33,1	-0,1	155,7	-0,4	-9,7	-4,6	-2,3	13,1
III	-0,1	-5,8	-15,6	.	137,9	-0,4	-19,6	-55,7	.	24,3	0,1	-7,4	-8,7	.	21,2
2004 Oct	0,0	-3,7	-10,7	-	22,1	0,2	-13,4	-6,8	-	18,0	-0,1	0,7	0,0	-	3,6
Nov	0,0	-9,1	-7,2	-	22,7	0,3	-5,9	-12,5	-	8,0	0,2	-14,3	4,7	-	-9,2
Dic	0,0	11,9	-5,9	-	38,2	0,1	-1,5	-7,9	-	15,3	-0,2	1,5	0,9	-	-9,0
2005 Ene	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
Feb	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
Mar	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
Abr	0,0	9,9	-5,3	-	-47,5	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,9	-0,3	-10,6	2,0	-	10,1
May	0,0	6,7	-15,5	-	22,8	-0,1	-16,1	-5,3	-	27,8	0,0	-2,4	-6,2	-	8,0
Jun	0,0	5,1	-1,6	-	52,3	0,2	-11,1	-17,2	-	75,9	0,0	3,4	-0,4	-	-5,1
Jul	-0,1	-3,5	-11,1	-	105,0	0,3	-1,8	-17,6	-	2,6	-0,6	0,4	-0,1	-	1,8
Ago	0,0	2,0	-4,8	-	23,0	-0,5	-5,2	-15,9	-	-10,7	0,3	-11,6	-1,6	-	5,6
Sep	0,0	-4,2	0,3	-	9,8	-0,2	-12,6	-22,1	-	32,4	0,4	3,8	-7,0	-	13,8
Oct	0,0	4,9	-7,4	-	-10,0	0,6	-16,0	-12,9	-	20,0	0,0	7,0	4,6	-	4,1

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP			IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores		
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Efectivo y depósitos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Efectivo y depósitos	Pasivos
								Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2002	-225,4	65,5	-0,9	19,3	-0,1	-	-8,0	-168,0	25,8	-34,9	52,5	-133,1	-26,7	-56,4	-	28,4
2003	-254,1	173,9	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,4	134,8	-50,7	52,3	-101,7	82,5	-100,5	-	32,6
2004	-314,3	273,9	-0,2	7,1	-2,2	-2,0	-2,6	-259,6	246,9	-20,0	-3,3	-239,6	250,2	-52,4	-13,2	22,5
2004 III	-32,8	15,4	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,3	-23,8	6,5	-7,9	-6,0	-15,9	12,4	-7,7	-12,9	3,4
IV	-71,8	65,0	1,4	3,5	3,1	3,7	-1,6	-73,8	58,8	0,9	-0,9	-74,6	59,7	-2,5	10,3	4,4
2005 I	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
II	-160,4	105,1	-1,3	0,4	-7,4	-8,4	-1,8	-97,4	45,2	-18,7	22,2	-78,7	23,0	-54,3	13,2	61,3
III	-81,9	130,0	0,4	4,3	7,9	5,3	1,1	-75,1	118,7	-37,2	15,1	-37,9	103,6	-15,0	-12,0	5,9
2004 Oct	-15,9	2,9	0,0	1,2	2,0	2,3	0,1	-9,6	-0,5	8,4	7,0	-18,0	-7,6	-8,3	-1,3	2,0
Nov	-66,1	109,0	0,8	2,0	-0,7	-0,8	1,0	-59,9	97,1	-0,3	3,2	-59,5	94,0	-6,3	-0,9	9,0
Dic	10,2	-46,9	0,7	0,3	1,8	2,2	-2,7	-4,3	-37,9	-7,2	-11,2	2,9	-26,7	12,1	12,5	-6,7
2005 Ene	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
Feb	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
Mar	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
Abr	-120,3	136,1	0,1	-0,2	-5,1	-5,2	-2,1	-98,0	94,5	-9,1	0,0	-89,0	94,5	-17,2	11,6	43,9
May	-13,0	21,5	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	20,9	-3,4	10,9	20,9	10,0	-30,0	-4,2	0,4
Jun	-27,1	-52,6	-0,7	0,8	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,2	-6,2	11,3	-10,6	-81,5	-7,1	5,8	17,0
Jul	-40,4	41,2	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,8	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-5,4	-5,5	-0,5
Ago	28,3	7,3	0,2	0,8	6,3	8,6	0,5	24,1	0,7	-6,4	4,1	30,6	-3,4	-2,3	-1,9	5,3
Sep	-69,7	81,5	0,2	4,5	2,2	1,0	-0,2	-64,8	76,0	-20,4	7,6	-44,4	68,4	-7,3	-4,6	1,2
Oct	-55,1	56,0	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	50,7	-5,0	0,6	-44,1	50,1	-6,3	-0,4	4,3

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,1	0,0	-7,8	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-	-	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,1	0,1	0,0	-0,3	1,8	-2,0	-2,0	0,0	-2,6	0,0
2004 II	0,8	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,6	0,3	-4,9	-0,4	0,0	2,9	0,2
III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2	0,1
IV	1,7	-0,3	3,5	0,0	0,0	3,6	-0,1	3,7	-0,5	0,0	-1,6	-0,1
2005 I	0,5	0,0	4,7	0,0	0,0	4,4	1,7	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,2
II	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-6,8	1,6	-8,4	-0,5	0,0	-1,8	0,0

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-51,0	-	-	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-	-	-2,3	4,1	28,3	0,1
2004	-256,5	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-41,3	-28,1	-13,2	-5,0	8,6	11,7	2,2
2004 II	-4,8	-0,6	22,5	0,1	-4,9	-8,9	-16,9	8,0	-0,9	3,3	-6,4	-2,2
III	-22,1	-1,7	4,9	1,5	1,8	-8,7	4,2	-12,9	-0,8	0,0	-0,3	3,7
IV	-75,6	1,8	59,1	-0,3	-0,1	-0,8	-11,2	10,3	-1,6	2,5	2,4	-0,5
2005 I	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
II	-97,2	-0,2	44,0	1,2	-5,0	-47,3	-60,5	13,2	-2,0	1,1	58,6	1,6

8. Activos de reserva

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

Fuente: BCE.

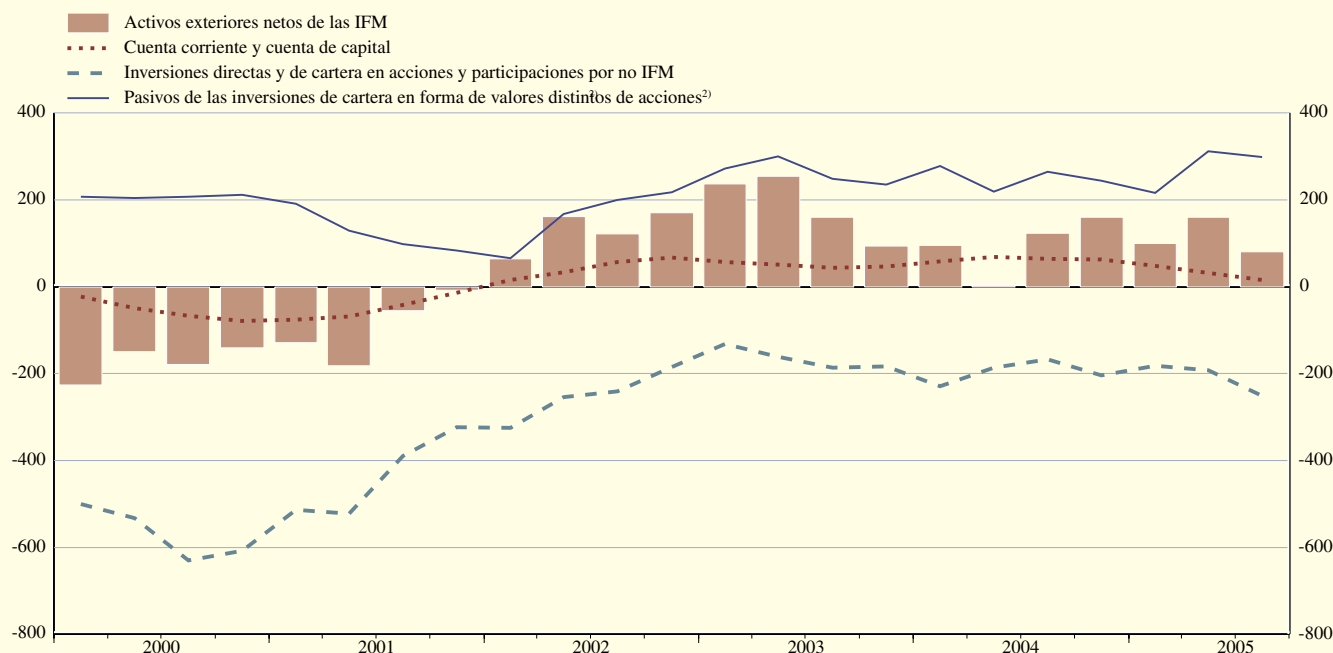
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones ¹⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	67,6	-147,3	191,5	-120,6	49,1	217,5	-56,5	20,3	-11,0	-52,3	158,2	170,4
2003	46,8	-137,4	137,9	-170,9	115,9	235,8	-100,9	29,2	-11,2	-50,9	94,3	94,1
2004	63,0	-112,4	83,3	-184,8	127,5	244,5	-54,6	19,9	-4,8	-54,7	127,0	160,7
2004 III	15,9	-14,3	23,5	-32,5	38,6	53,2	-7,5	5,8	-2,3	-16,9	63,4	63,7
IV	21,4	-56,7	45,4	-45,4	90,3	13,3	0,6	2,7	-4,1	-23,7	43,9	57,2
2005 I	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,3	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,6	-24,8
II	-9,4	-25,0	15,6	-60,2	1,8	174,4	-61,7	59,5	3,2	-36,6	61,6	65,0
III	-1,0	-100,1	9,9	-79,9	142,4	39,6	-7,1	7,0	-7,6	-17,8	-14,6	-17,2
2004 Oct	3,8	-29,4	19,4	-17,5	20,8	18,7	-6,3	2,1	-3,7	12,6	20,5	20,5
Nov	5,7	-16,8	20,6	-15,0	26,5	-3,4	-7,0	10,0	1,8	-18,9	3,5	10,3
Dic	11,9	-10,5	5,4	-12,9	43,0	-2,0	13,9	-9,4	-2,1	-17,4	19,8	26,4
2005 Ene	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-15,8
Feb	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,7
Mar	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,5	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,9	-22,7
Abr	-10,5	-14,1	4,3	-13,9	-57,9	59,2	-22,4	41,8	-0,4	22,0	8,1	2,3
May	-1,2	9,1	-0,4	-27,0	11,1	33,8	-29,7	0,8	0,6	-38,3	-41,2	-39,5
Jun	2,3	-20,0	11,7	-19,3	48,6	81,4	-9,6	16,8	3,0	-20,3	94,7	102,2
Jul	2,2	-79,9	1,4	-28,8	112,0	2,6	-6,0	0,3	0,7	-0,3	4,3	0,6
Ago	-0,9	-11,2	-3,2	-22,3	24,7	-6,2	3,9	5,7	-6,3	6,2	-9,6	1,7
Sep	-2,4	-9,0	11,6	-28,8	5,8	43,2	-5,1	1,0	-2,0	-23,7	-9,3	-19,5
Oct	-8,4	-4,9	3,4	-15,7	-10,7	18,2	-6,0	6,2	-1,4	15,0	-4,3	-9,5
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2005 Oct	3,4	-187,3	66,9	-249,9	232,4	298,0	-112,4	87,8	-13,4	-106,2	19,3	50,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional (mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital (operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	1.900,5	701,5	39,0	62,8	378,7	161,3	59,6	25,5	49,5	129,6	324,4	670,1
Bienes	1.163,8	406,9	26,8	43,4	205,1	131,5	0,2	14,9	33,3	67,3	174,9	466,4
Servicios	369,5	133,8	7,3	10,3	94,3	17,7	4,2	5,1	10,5	35,6	74,0	110,5
Renta	284,4	100,4	4,6	8,7	70,5	10,8	5,8	5,0	5,4	20,5	69,2	84,0
de la cual: rentas de la inversión	269,2	95,3	4,5	8,6	69,0	10,6	2,5	4,9	5,3	14,4	67,6	81,7
Transferencias corrientes	82,9	60,4	0,4	0,5	8,7	1,3	49,4	0,5	0,2	6,2	6,3	9,2
Cuenta de capital	23,9	21,3	0,0	0,1	0,8	0,1	20,3	0,0	0,1	0,3	1,1	1,1
Pagos												
Cuenta corriente	1.883,0	615,2	34,0	59,1	296,8	137,3	88,0	18,7	79,4	120,8	285,2	763,7
Bienes	1.083,3	321,2	25,4	39,4	147,0	109,4	0,0	8,6	51,1	53,9	113,7	534,8
Servicios	341,3	106,6	6,0	7,9	71,0	21,6	0,1	5,1	7,3	29,5	73,4	119,4
Renta	315,1	93,8	2,3	10,9	71,3	4,7	4,6	3,3	20,7	32,2	89,7	75,3
de la cual: rentas de la inversión	308,5	90,6	2,2	10,9	70,3	2,6	4,5	3,2	20,6	31,7	88,8	73,6
Transferencias corrientes	143,3	93,6	0,3	0,9	7,6	1,6	83,3	1,6	0,3	5,2	8,5	34,2
Cuenta de capital	8,9	1,0	0,0	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,6	6,8
Neto												
Cuenta corriente	17,5	86,3	5,0	3,7	81,9	24,0	-28,4	6,8	-29,9	8,8	39,2	-93,7
Bienes	80,4	85,7	1,3	4,0	58,1	22,1	0,2	6,3	-17,8	13,4	61,3	-68,4
Servicios	28,2	27,2	1,3	2,3	23,4	-3,9	4,1	0,0	3,2	6,1	0,6	-8,9
Renta	-30,7	6,6	2,3	-2,2	-0,8	6,1	1,2	1,7	-15,3	-11,7	-20,5	8,7
de la cual: rentas de la inversión	-39,3	4,7	2,3	-2,3	-1,3	8,0	-2,0	1,7	-15,3	-17,3	-21,2	8,2
Transferencias corrientes	-60,4	-33,2	0,1	-0,3	1,2	-0,3	-33,8	-1,1	0,0	1,0	-2,1	-25,0
Cuenta de capital	15,0	20,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	20,2	-0,1	0,1	-0,1	0,5	-5,7

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						
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-43,1	-27,0	5,1	-0,7	-31,7	0,4	0,0	-2,0	1,3	20,3	10,1	-14,2	-31,6
En el exterior	-140,0	-77,9	-0,1	-5,8	-52,3	-19,7	0,0	1,5	-1,5	7,5	-10,3	-20,7	-38,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-132,3	-65,1	-2,6	-2,4	-36,9	-23,2	0,0	2,1	-1,3	1,1	-22,0	-22,1	-25,2
Otro capital	-7,7	-12,8	2,6	-3,4	-15,4	3,4	0,0	-0,6	-0,3	6,4	11,7	1,4	-13,4
En la zona del euro	96,9	50,9	5,2	5,1	20,5	20,1	0,0	-3,5	2,8	12,8	20,4	6,5	7,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	72,7	41,8	-1,1	4,0	36,5	2,4	0,0	-4,5	1,1	7,5	15,1	10,1	1,6
Otro capital	24,2	9,1	6,2	1,1	-15,9	17,7	0,0	1,0	1,7	5,3	5,3	-3,5	5,4

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						
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-364,0	-157,1	-5,3	-6,0	-116,4	-20,2	-9,2	-3,6	-36,9	0,2	-54,6	-57,6	-54,3
Acciones y participaciones	-83,4	-23,9	0,5	-1,4	-20,4	-2,5	-0,1	-2,3	-11,7	-0,1	-7,9	-19,6	-17,8
Valores distintos de acciones	-280,6	-133,2	-5,8	-4,5	-96,1	-17,7	-9,1	-1,3	-25,3	0,3	-46,7	-38,0	-36,4
Bonos y obligaciones	-239,4	-109,1	-4,0	-6,6	-71,4	-18,1	-8,9	-1,7	-16,6	0,5	-55,9	-23,3	-33,4
Inst. del mercado monetario	-41,2	-24,1	-1,7	2,1	-24,6	0,4	-0,2	0,3	-8,6	-0,2	9,2	-14,8	-3,1

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							
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-35,0	-73,1	3,6	-0,4	-71,9	-11,1	6,7	-2,5	12,8	-2,0	33,7	-27,5	1,9	21,6
Activos	-435,6	-320,1	-9,6	-4,3	-282,7	-21,4	-2,1	-3,5	7,3	-10,1	-32,3	-46,4	-3,2	-27,4
AAPP	-0,1	-1,1	-1,3	-0,1	-0,4	1,4	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,8	3,2
IFM	-322,7	-232,1	-6,2	-1,8	-200,4	-22,0	-1,5	-2,8	8,8	-8,3	-35,8	-30,2	-1,4	-20,9
Otros sectores	-112,9	-86,9	-2,0	-2,3	-81,8	-0,8	0,0	-0,3	-1,5	-1,8	3,5	-16,2	0,0	-9,7
Pasivos	400,6	247,0	13,2	3,8	210,8	10,3	8,8	0,9	5,5	8,2	66,0	18,9	5,1	49,0
AAPP	-0,8	0,6	0,0	0,1	-0,6	0,0	1,1	0,0	-0,5	0,0	-0,8	0,0	-0,4	0,3
IFM	318,1	176,1	13,0	3,0	147,0	8,4	4,7	0,6	5,1	8,1	49,0	15,6	5,6	58,0
Otros sectores	83,3	70,3	0,2	0,8	64,4	1,9	3,0	0,3	1,0	0,1	17,8	3,2	-0,1	-9,3

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,8	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	-12,3	33,1	-1.049,4	-14,8	-196,1	280,8
2005 I	-956,7	-12,1	89,2	-1.071,1	-21,3	-238,5	285,0
II	-1.009,2	-12,7	113,5	-1.226,1	-13,5	-185,4	302,3
Activos: saldos vivos							
2001	7.758,3	111,3	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	103,1	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	107,1	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	112,1	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 I	9.118,1	114,9	2.324,0	3.141,0	174,3	3.193,8	285,0
II	9.684,6	122,0	2.378,1	3.355,3	197,7	3.451,2	302,3
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.147,3	116,9	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,8	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	118,1	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	124,4	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 I	10.074,8	126,9	2.234,8	4.212,2	195,6	3.432,3	-
II	10.693,8	134,7	2.264,6	4.581,4	211,2	3.636,6	-

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 I	1.858,6	145,3	1.713,3	465,3	1,2	464,2	1.640,0	46,1	1.593,9	594,7	3,7	591,0
II	1.908,5	152,1	1.756,4	469,6	1,2	468,4	1.655,1	47,2	1.608,0	609,5	3,7	605,8

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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 I	2,1	104,2	17,1	1.180,5	1.862,5	6,1	582,4	10,1	950,3	2.078,1	0,5	223,9	4,1	59,7	271,6
II	2,5	88,1	18,8	1.266,5	2.002,9	6,9	643,4	10,2	1.006,5	2.283,8	0,9	242,0	6,5	63,0	294,6

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	2,3	0,8	40,2	0,2	3,1	70,1	-	-	55,8	0,2	44,7	12,3
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	-	-	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,2	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 I	3,8	0,1	77,5	0,2	1,4	55,3	49,1	6,2	40,8	0,0	43,7	2,4
II	5,0	0,2	78,9	0,2	1,4	62,2	47,7	14,5	42,3	0,0	42,0	3,1

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2001	1.666,4	48,8	2.362,1	49,3	176,4	511,7	-	-	101,2	109,7	349,7	40,7
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	-	-	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 I	2.117,3	58,5	2.662,9	60,8	177,6	627,5	259,7	367,9	111,4	116,7	411,6	56,4
II	2.277,6	66,4	2.780,1	72,5	184,4	683,0	325,8	357,1	128,6	116,4	480,5	62,8

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva														Pro memoria	
															Activos	Pasivos
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva								Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados
						Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
		En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos				Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones	Instrum. del mercado monetario						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
	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 I	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
II	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
2005 Sep.	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,2	10,8	27,3	106,3	-	-	-	-0,2	0,0	24,0	-19,5
Oct.	310,5	148,1	378,357	4,2	13,6	144,5	8,7	28,8	107,1	-	-	-	-0,1	0,0	23,6	-20,4
Nov.	322,7	158,8	377,023	4,3	13,4	146,2	8,8	27,8	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	23,6	-19,4
	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 I	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
II	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
2005 Sep.	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5
Oct.	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,7	2,3	6,9	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5
Nov.	42,3	9,7	23,145	0,2	0,0	32,3	2,2	6,4	23,8	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-2,3

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)												
2001	6,1	-0,7	1.062,7	506,0	235,1	289,2	932,5	1.016,8	579,2	178,9	228,4	740,9	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,5	949,3	984,6	559,4	163,2	234,3	717,4	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,8	500,9	222,8	300,4	925,2	989,9	553,8	164,2	240,9	716,4	109,0
2004	8,9	9,3	1.147,1	548,0	247,0	313,6	997,1	1.075,1	604,1	183,7	256,2	769,7	129,4
2004 II	12,6	10,0	288,4	137,3	62,0	80,1	249,5	265,1	148,3	46,6	63,7	189,8	29,8
III	9,0	14,5	287,9	138,7	61,7	78,6	250,0	275,6	157,1	46,1	64,0	195,2	36,6
IV	8,8	12,5	291,7	139,5	62,8	77,9	254,0	279,1	158,5	47,3	65,1	199,7	36,6
2005 I	3,4	8,5	292,1	137,7	62,0	77,3	255,7	279,3	155,3	45,0	63,2	197,8	36,1
II	5,9	10,5	301,6	143,0	63,7	80,2	258,4	292,1	165,1	49,0	64,5	200,8	40,5
III	9,5	14,0	317,3	148,2	69,4	83,4	273,1	314,2	179,2	51,4	68,0	215,9	51,0
2005 May	6,8	13,1	101,1	47,7	21,1	26,6	86,8	98,1	55,4	15,9	21,8	68,0	13,2
Jun	6,4	7,8	100,9	47,7	21,5	27,2	85,8	97,2	54,8	16,7	21,7	66,5	13,7
Jul	2,8	9,4	103,3	47,7	22,3	26,9	88,8	102,2	56,8	16,5	22,0	70,9	14,7
Ago	14,1	19,7	106,7	50,0	23,4	28,1	91,9	106,8	62,4	18,0	23,0	73,3	18,1
Sep	12,4	13,3	107,3	50,5	23,7	28,4	92,3	105,1	60,1	16,9	23,0	71,7	18,2
Oct	6,9	12,3	104,9	48,7	22,6	27,7	88,8	106,0	59,2	17,3	22,7	71,3	14,8
	En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	99,1	99,3	96,3	100,5	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,8	89,5	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,4	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,4	121,0	120,0	118,2	108,0	103,8	108,3	118,4	107,3	105,6
2004 II	12,1	6,8	118,4	115,9	121,0	122,0	118,3	107,1	103,0	109,1	117,9	105,8	101,3
III	7,7	8,2	117,6	116,0	120,2	120,1	118,0	108,8	105,1	108,2	117,8	108,1	114,4
IV	7,5	6,0	119,6	116,1	123,6	119,3	120,1	109,5	104,2	112,9	120,0	110,7	105,0
2005 I	1,3	2,4	119,0	113,6	122,3	117,9	120,1	110,1	102,6	108,9	116,3	109,6	105,8
II	4,2	4,3	121,8	117,0	125,0	121,4	121,0	111,4	103,8	116,9	118,3	110,5	103,6
III	6,8	4,3	126,5	119,7	135,3	124,7	127,0	113,5	104,5	119,8	122,5	117,3	108,9
2005 May	5,6	8,0	123,3	117,8	124,8	121,1	122,5	113,9	106,6	114,3	119,9	112,6	107,3
Jun	4,4	1,4	121,5	116,2	126,2	122,7	120,0	108,9	100,8	117,5	118,2	108,7	99,3
Jul	0,3	0,9	123,8	115,5	130,6	121,4	124,0	111,8	100,6	116,1	119,3	115,8	97,7
Ago	11,5	9,1	127,5	121,5	136,4	125,6	128,2	115,3	108,8	123,7	124,1	119,1	117,3
Sep	9,4	3,4	128,2	122,2	138,8	127,0	128,7	113,5	104,1	119,4	124,1	117,1	111,7
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,4	102,8	101,7	88,6
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	99,6
2004 II	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	100,0	96,3	96,7	97,4	93,4	97,9	96,2	95,7
III	1,3	5,8	97,6	97,1	94,8	99,7	96,7	99,0	101,1	93,1	98,4	96,9	104,0
IV	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,5	96,5	99,6	103,0	91,5	98,1	96,8	113,6
2005 I	2,1	6,0	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,1	102,3	90,2	98,4	96,9	111,2
II	1,6	5,9	98,7	99,4	94,3	100,7	97,5	102,5	107,7	91,6	98,8	97,5	127,5
III	2,5	9,3	100,0	100,6	94,9	101,9	98,1	108,1	116,0	93,8	100,4	98,8	152,3
2005 May	1,1	4,7	98,1	98,7	93,9	100,3	97,0	101,0	105,4	91,1	98,8	97,3	120,2
Jun	2,0	6,3	99,4	100,1	94,4	101,4	97,8	104,6	110,4	92,9	99,5	98,4	134,8
Jul	2,5	8,4	99,8	100,6	94,8	101,3	98,1	107,1	114,5	93,3	100,0	98,6	146,7
Ago	2,2	9,8	100,1	100,4	95,0	102,4	98,1	108,6	116,3	95,4	100,5	99,1	151,3
Sep	2,8	9,6	100,1	100,7	94,8	102,0	98,1	108,6	117,2	92,6	100,7	98,6	159,0
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos de

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.)															
2001	1.062,7	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,4	49,9	93,4
2002	1.083,7	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,4
2003	1.059,8	24,9	38,7	194,9	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,5
2004	1.147,1	25,7	41,8	203,7	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,3
2004 II	288,4	6,3	10,4	51,0	32,3	9,0	16,3	8,3	44,1	10,7	8,0	36,9	16,0	9,9	29,2
2004 III	287,9	6,5	10,5	51,4	31,7	9,2	17,2	7,9	43,3	9,7	8,4	38,3	16,5	10,2	26,9
2004 IV	291,7	6,7	10,7	51,1	32,8	9,2	17,1	7,7	43,8	10,1	8,2	37,8	16,0	10,5	30,2
2005 I	292,1	6,7	10,9	49,8	33,3	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,9
2005 II	301,6	7,0	11,2	49,9	34,0	10,6	16,8	8,1	45,4	10,0	8,4	40,4	17,1	11,2	31,6
2005 III	317,3	7,3	11,4	51,3	35,8	11,3	17,8	8,9	47,0	11,3	8,5	43,7	19,1	12,2	31,6
2005 May	101,1	2,4	3,7	16,9	11,2	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,1	3,7	10,8
2005 Jun	100,9	2,4	3,7	16,5	11,5	3,6	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,3
2005 Jul	103,3	2,4	3,8	16,8	11,7	3,4	5,7	2,8	15,2	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,5
2005 Ago	106,7	2,5	3,8	17,5	11,8	4,0	6,2	3,1	15,9	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,1
2005 Sep	107,3	2,5	3,8	16,9	12,3	3,8	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,8	6,5	4,1	11,0
2005 Oct	104,9	.	.	.	.	3,6	5,8	3,0	15,5	3,7	2,8	13,8	6,0	4,0	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,2	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2001	1.016,8	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	83,0
2002	984,6	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	80,9
2003	989,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,4	52,2	141,4	68,9	39,8	84,2
2004	1.075,1	25,3	39,7	143,7	107,1	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	163,1	72,8	45,1	86,0
2004 II	265,1	6,1	9,9	35,2	26,8	13,6	13,2	5,7	29,8	22,5	13,1	40,7	17,2	11,0	20,3
2004 III	275,6	6,4	10,1	37,4	26,1	14,5	13,6	6,0	28,7	23,6	13,7	42,2	19,1	11,6	22,6
2004 IV	279,1	6,5	10,2	36,4	27,3	15,9	13,8	6,1	28,8	25,3	13,5	43,2	19,9	11,7	20,7
2005 I	279,3	6,2	10,0	35,7	27,0	16,7	13,4	6,2	29,1	26,6	13,0	41,0	20,2	12,1	22,1
2005 II	292,1	6,4	10,2	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,8	12,4	45,8	21,8	11,9	22,8
2005 III	314,2	6,3	10,5	38,6	29,8	18,7	15,0	6,1	30,6	30,4	13,4	49,2	26,6	13,7	25,3
2005 May	98,1	2,3	3,4	12,2	9,9	6,0	4,8	2,1	9,9	9,5	4,2	14,9	7,6	3,9	7,5
2005 Jun	97,2	2,0	3,4	11,9	9,6	5,8	4,9	1,8	10,0	9,4	4,1	16,1	7,2	4,0	7,0
2005 Jul	102,2	2,0	3,5	12,8	9,7	5,7	5,0	2,0	10,1	9,9	4,3	15,6	7,8	4,1	9,8
2005 Ago	106,8	2,2	3,5	13,0	9,9	6,7	5,0	2,1	10,3	10,2	4,7	17,3	9,8	4,9	7,4
2005 Sep	105,1	2,1	3,5	12,9	10,1	6,4	5,0	2,0	10,2	10,3	4,4	16,3	9,1	4,7	8,2
2005 Oct	106,0	.	.	.	.	6,3	5,0	2,1	10,2	10,4	4,2	15,1	8,2	4,7	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,4	3,7	13,4	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
Saldo															
2001	45,9	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,1	-10,2	-13,6	8,9	10,4
2002	99,2	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	69,9	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-5,9	-9,4	-1,8	16,3
2004	72,0	0,5	2,1	60,0	20,9	-20,7	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,3
2004 II	23,3	0,3	0,6	15,7	5,5	-4,5	3,1	2,6	14,3	-11,8	-5,1	-3,8	-1,3	-1,1	8,8
2004 III	12,3	0,1	0,4	14,0	5,7	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,8	-5,3	-3,9	-2,5	-1,4	4,3
2004 IV	12,6	0,2	0,5	14,7	5,5	-6,6	3,3	1,6	15,0	-15,2	-5,3	-5,5	-3,9	-1,2	9,5
2005 I	12,8	0,5	0,9	14,1	6,3	-6,9	4,0	1,7	14,4	-16,3	-4,5	-2,1	-3,2	-1,1	4,8
2005 II	9,5	0,6	1,0	13,3	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,8	-4,0	-5,4	-4,7	-0,7	8,8
2005 III	3,1	1,1	0,9	12,7	6,1	-7,4	2,9	2,9	16,4	-19,1	-4,9	-5,5	-7,6	-1,5	6,3
2005 May	3,0	0,1	0,3	4,7	1,3	-2,4	0,9	0,7	5,1	-6,2	-1,5	-1,6	-1,5	-0,2	3,4
2005 Jun	3,8	0,3	0,3	4,6	1,8	-2,1	0,6	0,9	5,3	-6,0	-1,3	-2,8	-1,7	-0,4	4,3
2005 Jul	1,1	0,3	0,3	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,9	5,1	-6,2	-1,5	-1,1	-1,8	0,0	0,7
2005 Ago	-0,2	0,3	0,3	4,6	1,9	-2,7	1,2	1,0	5,6	-6,4	-1,8	-2,9	-3,2	-0,9	2,8
2005 Sep	2,2	0,4	0,3	4,1	2,2	-2,5	0,9	1,0	5,7	-6,4	-1,6	-1,5	-2,6	-0,6	2,8
2005 Oct	-1,2	.	.	.	.	-2,7	0,8	1,0	5,3	-6,7	-1,4	-1,4	-2,2	-0,7	.

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

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

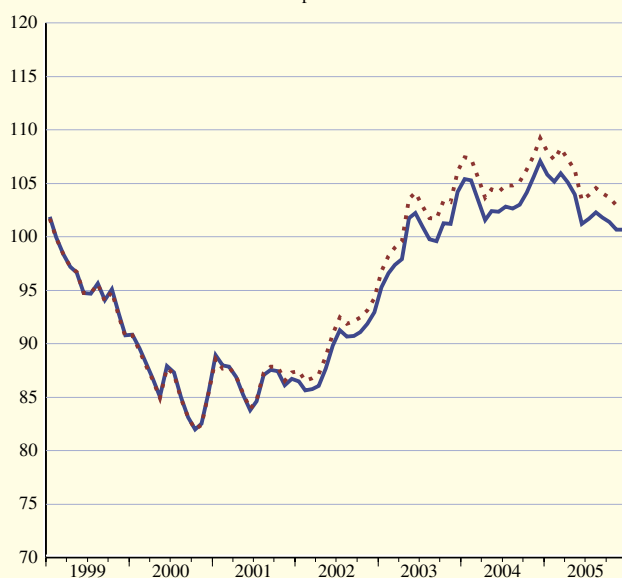
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	99,9	101,7	102,2	101,2	97,8	98,6	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,2	105,0	103,2	102,8	111,0	105,4
2005	102,9	105,2	103,6	-	-	-	109,5	103,6
2004 IV	105,7	107,7	106,6	106,6	105,2	104,2	113,0	107,1
2005 I	105,7	107,9	106,9	106,8	103,9	103,6	112,6	106,6
II	103,4	105,6	104,2	104,5	100,8	101,6	110,1	104,1
III	101,9	104,2	102,4	102,7	99,5	100,2	108,3	102,4
IV	100,9	103,2	100,9	-	-	-	107,2	101,2
2004 Dic	107,1	109,2	108,1	-	-	-	114,4	108,4
2005 Ene	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9
Feb	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,9
Mar	106,0	108,3	107,3	-	-	-	112,9	106,9
Abr	105,1	107,3	105,9	-	-	-	111,9	105,8
May	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6
Jun	101,2	103,4	102,1	-	-	-	107,6	101,8
Jul	101,7	103,9	102,3	-	-	-	108,0	102,1
Ago	102,3	104,6	102,9	-	-	-	108,7	102,8
Sep	101,8	104,1	102,0	-	-	-	108,2	102,4
Oct	101,4	103,7	101,4	-	-	-	107,8	101,8
Nov	100,7	103,0	100,7	-	-	-	106,9	100,8
Dic	100,7	103,1	100,6	-	-	-	106,9	100,8
% variación sobre mes anterior								
2005 Dic	0,0	0,1	-0,1	-	-	-	0,0	0,0
% variación sobre año anterior								
2005 Dic	-6,0	-5,6	-7,0	-	-	-	-6,6	-7,0

C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

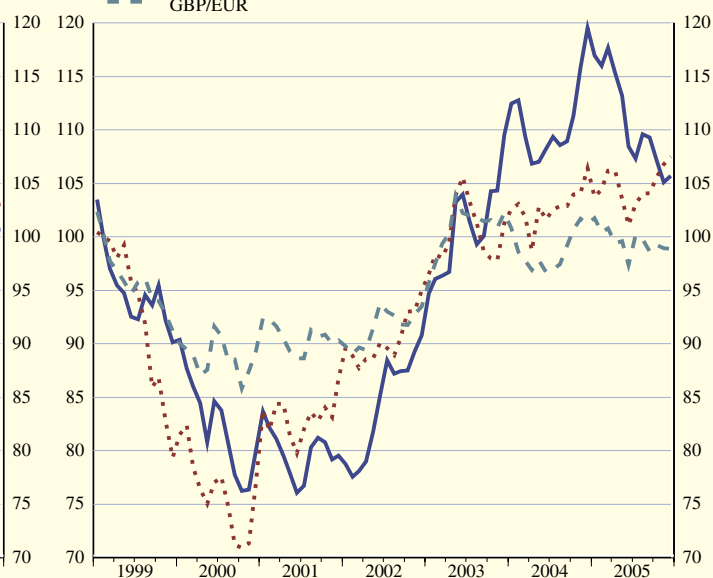
— TCE-23 nominal
 TCE-23 real deflactado por el IPC



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona islandesa	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1,422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1,273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 II	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1,269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
III	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1,255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
IV	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1,231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2005 Jun	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1,231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
Jul	7,4584	9,4276	0,68756	1,2037	134,75	1,5578	1,248,53	9,3590	2,0257	1,4730	7,9200	1,6002
Ago	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1,255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
Sep	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1,261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
Oct	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1,256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
Nov	7,4596	9,5614	0,67933	1,1786	139,59	1,5449	1,226,38	9,1390	2,0017	1,3944	7,8295	1,6030
Dic	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1,212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
	% variación sobre mes anterior											
2005 Dic	-0,1	-1,4	0,0	0,6	0,7	0,2	-1,1	0,6	-0,8	-1,2	1,8	-0,3
	% variación sobre año anterior											
2005 Dic	0,3	5,0	-2,3	-11,6	1,0	0,7	-13,9	-11,8	-9,8	-15,6	-3,0	-8,5
	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 II	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36,195
III	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
IV	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2005 Jun	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36,136
Jul	30,180	15,6466	0,57367	0,6961	3,4528	246,47	0,4293	4,0986	239,48	38,886	1,9558	3,5647
Ago	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	3,5034
Sep	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
Oct	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
Nov	29,266	15,6466	0,57351	0,6963	3,4528	251,04	0,4293	3,9701	239,51	38,678	1,9557	3,6543
Dic	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
	% variación sobre mes anterior											
2005 Dic	-1,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	0,0	-3,0	0,0	-2,1	0,0	0,1
	% variación sobre año anterior											
2005 Dic	-5,4	0,0	-1,0	1,0	0,0	2,8	-0,7	-6,9	-0,1	-2,6	0,0	-
	Yuan renminbí chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandes ²⁾	Nueva lira turca ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 II	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
III	9,9250	7,3728	77,64	12.216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
IV	9,6057	7,3831	73,86	11.875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2005 Jun	10,0683	7,3169	79,30	11.716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560	
Jul	9,8954	7,3090	78,40	11.803,89	4,5590	1,7732	67,394	34,5513	8,0790	50,199	1,6133	
Ago	9,9589	7,3684	78,37	12.283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534	
Sep	9,9177	7,4384	76,15	12.542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
Oct	9,7189	7,3822	73,29	12.118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
Nov	9,5273	7,3791	72,98	11.834,55	4,4534	1,7088	64,258	33,9184	7,8502	48,469	1,6033	
Dic	9,5746	7,3882	75,36	11.675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
	% variación sobre mes anterior											
2005 Dic	0,5	0,1	3,3	-1,3	0,6	-0,1	-1,3	0,7	-3,9	0,5	0,0	
	% variación sobre año anterior											
2005 Dic	-13,7	-2,3	-10,3	-5,7	-12,1	-8,9	-15,8	-8,7	-1,8	-7,3	-	

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, e□

3) Los d□

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
HICP													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	.	.	.	.	.	2,5	.	.	.
2005 II	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,6	0,5	1,9
III	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,7	2,3	2,2	0,9	2,4
IV	2,2	2,0	4,0	1,9	.	.	.	.	.	2,6	.	.	.
2005 Ago	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,1	2,4
Sep	2,0	2,4	4,9	2,1	7,4	2,6	3,6	2,0	1,9	3,2	2,3	1,1	2,5
Oct	2,5	1,9	4,5	2,2	7,7	3,0	3,1	3,0	1,6	3,2	3,5	0,9	2,3
Nov	2,2	1,9	4,0	2,0	7,5	2,8	3,3	4,3	1,1	2,1	3,6	1,2	2,1
Dic	1,9	2,2	3,6	1,4	.	.	.	.	.	2,4	.	.	.
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,8	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,7
2003	-12,5	1,2	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,9	1,7	-4,1	-0,9	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,2
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB ¹⁾													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,2	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 Jun	3,31	3,16	-	5,13	3,87	3,78	6,59	4,56	4,91	3,90	3,36	3,11	4,31
Jul	3,35	3,21	-	4,84	3,87	3,61	6,13	4,55	4,72	3,78	3,22	3,06	4,31
Ago	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
Sep	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
Oct	3,46	3,22	-	4,22	3,87	3,50	6,49	4,41	4,91	3,62	3,25	3,17	4,40
Nov	3,76	3,46	-	4,22	3,56	3,64	6,81	4,39	5,38	3,62	3,70	3,39	4,37
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 Jun	1,75	2,16	2,34	4,11	2,81	2,36	-	3,27	5,22	4,05	2,88	1,82	4,84
Jul	1,78	2,16	2,33	3,92	2,71	2,32	6,50	3,28	4,68	4,04	2,89	1,64	4,66
Ago	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
Sep	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
Oct	1,91	2,22	2,32	3,59	2,78	2,31	6,15	3,24	4,55	4,01	3,03	1,72	4,59
Nov	2,24	2,39	2,32	3,51	2,84	2,42	6,20	3,19	4,64	4,01	3,19	1,72	4,62
PIB real													
2003	3,2	0,6	6,7	1,9	7,2	10,4	3,4	-1,7	3,8	2,7	4,5	1,7	2,5
2004	4,7	2,1	7,8	3,8	9,8	7,0	4,6	0,1	5,4	4,2	5,5	3,7	3,2
2005 I	5,0	2,1	7,0	3,9	7,3	6,3	4,3	0,2	2,1	2,9	5,1	2,3	2,0
II	5,2	3,1	10,2	3,7	11,4	7,6	4,3	1,9	2,8	5,0	5,1	2,3	1,6
III	4,9	4,7	10,4	3,9	11,4	8,5	4,4	2,9	3,7	4,2	6,2	2,8	1,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2003	-6,3	3,3	-11,6	-2,4	-7,5	-6,4	-8,7	-5,5	-2,1	-1,0	-0,5	7,4	-1,3
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,8	-6,4	-8,5	-8,7	-3,8	-2,5	-3,1	8,2	-1,8
2005 I	3,0	3,4	-9,5	-13,5	-9,3	-3,7	-6,8	-7,9	-1,0	-1,7	-2,2	8,3	-1,7
II	-4,1	5,3	-10,9	1,5	-9,8	-6,7	-7,2	-10,4	-0,8	0,4	-11,9	6,2	-1,1
III	-4,4	5,2	-6,6	3,1	-11,1	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	7,8	-3,1
Costes laborales unitarios													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,0	3,2
2004	1,1	1,1	3,0	-	7,3	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,6	2,0
2005 I	-0,3	1,9	3,1	-	-	4,0	-	-	.	-	5,7	2,6	4,3
II	0,4	2,6	2,4	-	-	1,2	-	-	.	-	3,6	0,1	3,3
III	2,0	-1,1	4,1	-	-	3,4	-	-	.	-	4,1	0,9	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2004	8,3	5,4	9,2	5,2	9,8	10,9	6,0	7,7	18,8	6,0	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	.	.	6,0	.	8,2	.	.	.	.	.	.	.
2005 II	8,0	5,0	7,8	5,8	9,1	8,6	7,1	8,2	18,0	5,8	16,5	.	4,6
III	7,8	4,8	7,3	6,1	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,3	.	4,7
IV	7,9	.	.	5,9	.	7,0	.	.	.	.	.	.	.
2005 Ago	7,8	4,8	7,3	6,1	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,2	.	4,6
Sep	7,9	4,7	7,1	6,2	8,8	7,6	7,2	7,8	17,7	5,8	16,2	.	4,8
Oct	7,9	4,6	6,8	6,1	8,7	7,3	7,2	7,7	17,6	5,8	16,2	.	.
Nov	7,9	4,5	6,6	5,9	8,6	7,0	7,3	7,7	17,4	5,9	16,0	.	.
Dic	7,8	.	.	5,8	.	6,8	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Las ratios □

9.2 En Estados Unidos y Japón

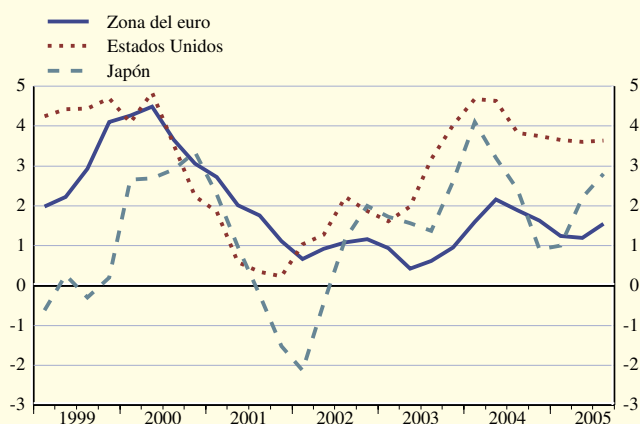
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 bancarios 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	2,2	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	.	.	.	.	5,1	.	3,56	4,28	1,2441	.	.
2004 IV	3,3	-1,6	3,8	5,2	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 I	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
II	2,9	3,1	3,6	3,4	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	-3,4	48,6
III	3,8	1,7	3,6	3,0	5,0	6,1	3,77	4,21	1,2199	.	.
IV	.	.	.	.	4,9	.	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 Ago	3,6	-	-	3,1	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
Sep	4,7	-	-	2,7	5,1	6,6	3,91	4,19	1,2256	-	-
Oct	4,3	-	-	3,7	4,9	7,3	4,17	4,45	1,2015	-	-
Nov	3,5	-	-	4,1	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	-	-
Dic	.	-	-	.	4,9	.	4,49	4,46	1,1856	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2005	.	.	.	.	.	.	0,06	1,39	136,85	.	.
2004 IV	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	-0,2	-1,0	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
III	-0,3	0,3	2,8	0,1	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 Ago	-0,3	-1,1	-	1,5	4,3	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
Sep	-0,3	-0,6	-	1,1	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
Oct	-0,7	.	-	3,0	4,5	2,0	0,06	1,54	138,05	-	-
Nov	-0,8	.	-	3,3	4,6	2,2	0,06	1,52	139,59	-	-
Dic	.	.	-	.	.	.	0,07	1,54	140,58	-	-

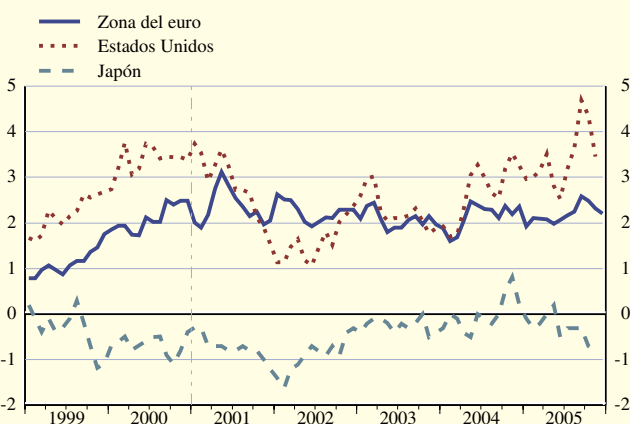
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

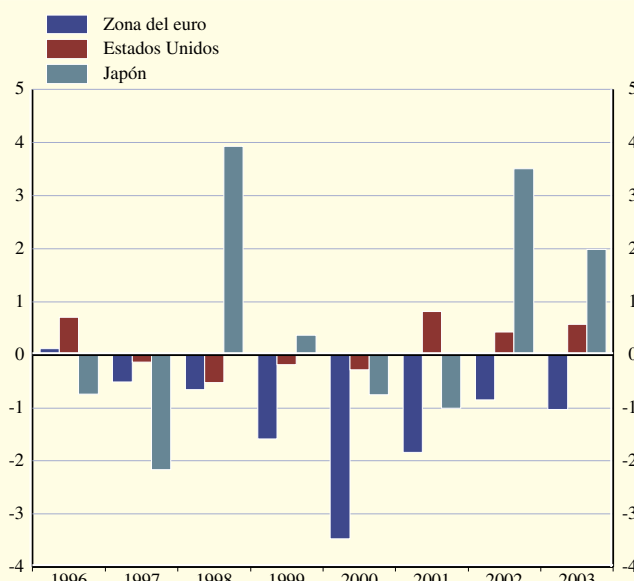
5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

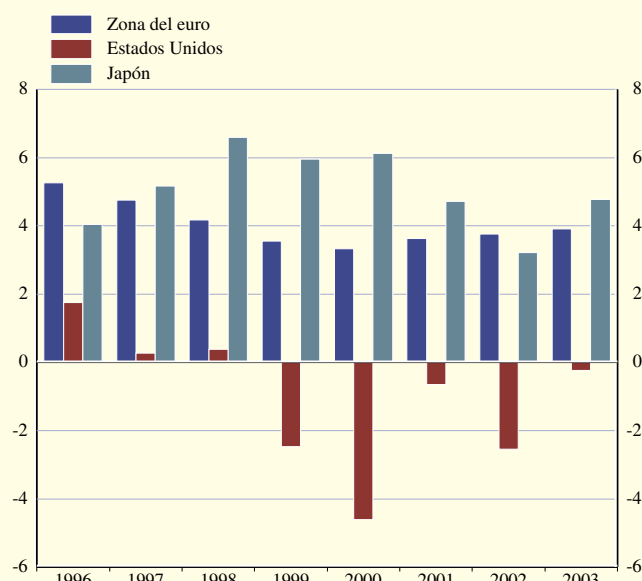
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	4,9	10,8	5,5
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,1	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,7	11,3	7,9
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,0	8,0	3,0	0,9	13,5	6,7	11,0	9,4
2003 IV	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,0	13,5	5,6	11,2	4,0
2004 I	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,7	1,1	13,3	6,9	11,0	9,7
II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,2	13,6	5,2	10,7	8,9
III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,3	8,4	1,9	0,5	13,6	6,7	10,9	8,9
IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,6	7,3	4,3	2,1	13,6	7,8	11,4	10,2
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,0	7,7	2,5	0,8	13,7	5,1	10,0	7,8
II	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,7	8,1	1,3	0,6	13,9	3,7	9,4	9,3
III	13,3	19,9	-6,0	7,2	7,4	2,5	8,5	0,7	-0,7	13,9	5,5	9,7	9,6
Japón													
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 IV	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,1	.	9,5	.	-1,4
2004 I	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
III	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
IV	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 I	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
II	.	23,7	.	.	.	-17,0	.	-16,4	0,9	.	7,6	.	-6,7
III	.	23,5	.	.	.	5,7	.	4,3	-1,5	.	-4,0	.	3,3

C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

2) Form □

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C18	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C19	Nuevos depósitos a plazo	S38
C20	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C21	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C22	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C23	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C25	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C26	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C27	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C28	Cuenta corriente	S55
C29	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C30	Bienes	S56
C31	Servicios	S56
C32	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C33	Tipos de cambio efectivos	S67
C34	Tipos de cambio bilaterales	S67
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C36	Índices de precios de consumo	S70
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajus-

tados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

³ De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

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

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

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

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

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, 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 11 de enero 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 Públicas

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

(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. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

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 emi-

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

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

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

dos 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 re-

ferencia 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 exce-

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.

sivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

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

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se

ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «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 primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales. El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente.

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.

Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la

zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; 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 sep-

tiembre 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 sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias pondera-

das de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.



CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004, Y 13 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE, 6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

16 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez

del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

12 DE ENERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2005. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre del 2005. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.
- «Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.
- «Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.
- «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.
- «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.
- «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.
- «Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.
- «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.
- «Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.
- «Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.
- «El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.
- «La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.
- «Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.
- «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.
- «El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.
- «Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.
- «Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.
- «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.
- «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.
- «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.
- «Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.
- «Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.
- «Hedge funds: evolución e implicaciones», enero 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.



- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors», por el Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. 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.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 531 «Market power, innovative activity and exchange rate pass-through in the euro area», por S. N. Brissimis y T. S. Kosma, octubre 2005.
- 532 «Intra- and extra-euro area import demand for manufactures», por R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny y N. Sousa, octubre 2005.
- 533 «Discretionary policy, multiple equilibria and monetary instruments», por A. Schabert, octubre 2005.

- 534 «Time-dependent or state-dependent price-setting? Micro-evidence from German metal-working industries», por H. Stahl, octubre 2005.
- 535 «The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence», por S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl y A. C. J. Stokman, octubre 2005.
- 536 «Heterogeneity in consumer price stickiness: a microeconomic investigation», por D. Fougère, H. Le Bihan y P. Sevestre, octubre 2005.
- 537 «Global inflation», por M. Ciccarelli y B. Mojon, octubre 2005.
- 538 «The price-setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data», por L. J. Álvarez e I. Hernando, octubre 2005.
- 539 «Inflation persistence and monetary policy design: an overview», por A. T. Levin y R. Moessner, noviembre 2005.
- 540 «Optimal discretionary policy and uncertainty about inflation persistence», por R. Moessner, noviembre 2005.
- 541 «Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, noviembre 2005.
- 542 «Liquidity and real equilibrium interest rates: a framework of analysis», por L. Stracca, noviembre 2005.
- 543 «Lending booms in the new EU Member States: will euro adoption matter?», por M. Brzoza-Brzezina, noviembre 2005.
- 544 «Forecasting the yield curve in a data-rich environment: a no-arbitrage factor-augmented VAR approach», por E. Mönch, noviembre 2005.
- 545 «Trade integration of central and eastern European countries: lessons from a gravity model», por M. Bussière, J. Fidrmuc y B. Schnatz, noviembre 2005.
- 546 «The natural real interest rate and the output gap in the euro area: a joint estimation», por J. Garnier y B.-R. Wilhelmsen, noviembre 2005.
- 547 «Bank finance versus bond finance: what explains the differences between the US and Europe?», por F. de Fiore y H. Uhlig, noviembre 2005.
- 548 «The link between interest rates and exchange rates: do contractionary depreciations make a difference?», por M. Sánchez, noviembre 2005.
- 549 «Eigenvalue filtering in VAR models with application to the Czech business cycle», por J. Beneš y D. Vávra, noviembre 2005.
- 550 «Underwriter competition and gross spreads in the eurobond market», por M. G. Kollo, noviembre 2005.
- 551 «Technological diversification», por M. Koren y S. Tenreiro, noviembre 2005.
- 552 «European Union enlargement and equity markets in accession countries», por T. Dvorak y R. Podpiera, noviembre 2005.
- 553 «Global bond portfolios and EMU», por P. R. Lane, noviembre 2005.
- 554 «Equilibrium and inefficiency in fixed rate tenders», por C. Ewerhart, N. Cassola y N. Valla, noviembre 2005.
- 555 «Near-rational exuberance», por J. Bullard, G. W. Evans y S. Honkapohja, noviembre 2005.
- 556 «The role of real wage rigidity and labour market frictions for unemployment and inflation dynamics», por K. Christoffel y T. Linzert, noviembre 2005.
- 557 «How should central banks communicate?», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, noviembre 2005.
- 558 «Ricardian fiscal regimes in the European Union», por A. Afonso, noviembre 2005.
- 559 «When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?», por B. Mojon, diciembre 2005.
- 560 «The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies», por A. Mehl y J. Reynaud, diciembre 2005.
- 561 «Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data», por H. Stahl, diciembre 2005.

- 562 «The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data», por F. Martins, diciembre 2005.
- 563 «Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence», por L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen y J. Vilmunen, diciembre 2005.
- 564 «Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb», por M. Diron y B. Mojon, diciembre 2005.
- 565 «The timing of central bank communication», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, diciembre 2005.
- 566 «Real versus financial frictions to capital investment», por N. Bayraktar, P. Sakellaris y P. Vermeulen, diciembre 2005.
- 567 «Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation», por M. Sánchez, diciembre 2005.
- 568 «Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis», por S. Déas, F. di Mauro, M. H. Pesaran and L. V. Smith, diciembre 2005.
- 569 «Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions», por F. González y S. Launonen, diciembre 2005.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2003 figures», febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amendments to IAS 39 - The fair value option», abril 2005.
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) - Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.
- «Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.
- «TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.
- «The New EU Member States: Convergence and stability», mayo 2005.
- «Financial stability review», junio 2005.
- «Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.
- «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.
- «Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.

«Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.
«Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.
«Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.
«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005), (data for the period 1999-2003)», agosto 2005.
«Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.
«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales - Declaración», agosto 2005.
«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.
«Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles», agosto 2005.
«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.
«EU banking structures», octubre 2005.
«EU banking sector stability», octubre 2005.
«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.
«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.
«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2005.
«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.
«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005.
«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation», diciembre 2005.
«Financial stability review», diciembre 2005.
«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.
«The Eurosystem, the Union and beyond», diciembre 2005.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The current TARGET system», agosto 2005.
«TARGET2 - innovation and transformation», agosto 2005.
«The euro area at a glance», agosto 2005.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. 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.