



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

**04 | 2006**

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

**BOLETÍN MENSUAL  
ABRIL**

BCE ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2006

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

*Traducción provisional realizada por el Banco de España.  
La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del  
BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta  
versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográfi-  
cas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al  
contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2006

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística  
para elaborar este Boletín se ha cerrado  
el 5 de abril de 2006.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>	<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>	<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2005</b>	<b>III</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>14</b>	<b>GLOSARIO</b>	<b>IX</b>
Precios y costes	<b>34</b>		
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>43</b>		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>57</b>		
<b>Recuadros</b>			
1 Factores que explican el intenso crecimiento de M1	<b>18</b>		
2 ¿Cómo influye la publicación de datos macroeconómicos en el mercado de renta fija de la zona del euro?	<b>26</b>		
3 Evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad	<b>37</b>		
4 La evolución de la productividad del trabajo y de los precios en el sector servicios de la zona del euro: el papel de la competencia	<b>45</b>		
5 Circulación transfronteriza de trabajadores en la UE ampliada	<b>48</b>		
6 Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos desde 1995	<b>54</b>		
7 ¿Que grado de proximidad tienen los comovimientos entre las principales monedas?	<b>59</b>		
<b>ARTÍCULOS</b>			
La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos	<b>65</b>		
Gestión de carteras del BCE	<b>79</b>		
Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios	<b>91</b>		

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes ( <i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i> )
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo ( <i>Free on board at the exporter's border</i> )
HWWA	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

**De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.**



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de abril 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 2 de marzo de 2006. La información obtenida desde la fecha de esta decisión confirma la valoración del Consejo de Gobierno de que el ajuste adicional efectuado en marzo de la orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria era necesario a fin de hacer frente a los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Sigue siendo esencial garantizar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo de la zona del euro se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es un requisito indispensable para que la política monetaria pueda seguir contribuyendo al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. En un contexto en el que los tipos de interés siguen en niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, el crecimiento monetario y del crédito continúa siendo intenso y la situación de liquidez, holgada, la política monetaria mantiene su carácter acomodaticio. 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, a fin de evitar que lleguen a materializarse.

Comenzando con el análisis económico, los datos más recientes han confirmado la evaluación del Consejo de Gobierno de que se ha producido una mejora de las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro, tras haber observado una evolución de mayor debilidad durante los últimos meses del 2005. De acuerdo con los últimos datos, los resultados de las encuestas más recientes y diversas estimaciones basadas en indicadores económicos, parece que, en el primer semestre del 2006, el crecimiento estaría fortaleciéndose y generalizándose. De hecho, siguen dándose las condiciones para un crecimiento firme durante los próximos trimestres. La actividad de la economía mundial continúa siendo intensa, lo que constituye un respaldo para las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la inversión mantenga su fortaleza, beneficiándose del prolongado período

de condiciones de financiación muy favorables, de las reestructuraciones de los balances y del incremento acumulado y actual de los beneficios y de la eficiencia empresariales. El crecimiento del consumo debería también reforzarse con el tiempo, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, a medida que la situación de los mercados de trabajo mejore gradualmente. Estas perspectivas para la actividad económica se ven asimismo confirmadas por las previsiones disponibles publicadas por organismos internacionales e instituciones privadas.

En líneas generales, los riesgos para el crecimiento económico parecen estar equilibrados a corto plazo. A más largo plazo, los riesgos a la baja están aún asociados a posibles subidas de los precios del petróleo y a la preocupación acerca de los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa interanual de inflación medida por el IAPC se situó en marzo del 2006 en el 2,2%, frente al 2,3% y el 2,4% registrados en febrero y en enero, respectivamente. A corto plazo, es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2%, y los valores concretos dependerán en gran medida de la evolución de los componentes más volátiles del índice. A más largo plazo, se espera que las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados incidan significativamente sobre la inflación en el 2006 y en el 2007, y también es previsible un impacto al alza debido a los efectos indirectos derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la evolución de los salarios en la zona del euro ha seguido siendo moderada en los últimos trimestres y se espera que su crecimiento se mantenga contenido, debido, en parte, a la intensidad de las presiones de la competencia mundial, sobre todo en el sector manufacturero. Durante los últimos meses, la moderación de las tendencias salariales ha contribuido a limitar las presiones inflacionistas internas; mirando al futuro, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades a este respecto, incluso en el contexto de un entorno económico más favorable.

Los riesgos para las expectativas referidas a la evolución de los precios siguen apuntando al alza e incluyen subidas adicionales de los precios del petróleo, la posibilidad de una transmisión de dichas subidas a los precios de consumo más acusada de lo previsto hasta ahora, aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, lo que es más importante, un dinamismo de la evolución de precios y salarios mayor de lo esperado, como consecuencia de los efectos secundarios derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo.

En lo que respecta al análisis monetario, la evolución reciente confirma que el impulso derivado de los bajos tipos de interés sigue siendo el factor determinante de la elevada tasa tendencial de la expansión monetaria. Por otra parte, la tasa de expansión interanual del crédito concedido al sector privado ha continuado incrementándose durante los últimos meses, y los préstamos concedidos a hogares —en particular los destinados a la adquisición de vivienda— y a sociedades no financieras han mostrado un rápido crecimiento. En conjunto, la intensidad del crecimiento monetario y del crédito, en un contexto de abundancia de liquidez en la zona del euro, sigue apuntando a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, se prevé que las tasas anuales de inflación se mantengan en niveles elevados en el 2006 y en el 2007, y el análisis económico indica que los riesgos para la estabilidad de precios continúan al alza. Teniendo en cuenta la fortaleza del crecimiento monetario y la holgada situación de liquidez, en un contexto de reactivación de la actividad económica, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario corrobora la valoración de que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Es imprescindible que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de todos los factores a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios lleguen a materializarse y, con ello, conti-

nuar favoreciendo la sostenibilidad del crecimiento económico y la creación de empleo.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, si bien los resultados presupuestarios correspondientes al 2005 son en su mayoría mejores de lo anticipado hace unos meses, los saldos presupuestarios planeados para el 2006 no representan un progreso significativo para el saneamiento presupuestario del conjunto de la zona del euro. Considerando las perspectivas económicas, es necesario acelerar el ritmo de la reducción del déficit. Tal como se ha observado en el pasado, el retraso de la consolidación presupuestaria en fases de mejora de la actividad económica implica riesgos a medio plazo. Acelerar la reducción del déficit sobre la base de medidas creíbles y bien definidas, en el contexto de un programa integral de reformas, contribuirá a incrementar la confianza en las perspectivas a medio plazo de la zona del euro y a evitar que se repitan experiencias pasadas, en las que la complacencia durante los tiempos de bonanza ha contribuido a desequilibrios presupuestarios persistentes.

En cuanto a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la llamada del Consejo Europeo, que se reunió en Bruselas el 23 y el 24 de marzo de 2006, para mantener el impulso de la relanzada estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Tal como subrayó el Consejo Europeo, ahora es fundamental mantener el impulso garantizando la aplicación efectiva, completa y a su debido tiempo de las medidas acordadas en los programas nacionales de reforma presentados por los Estados miembros y, si fuera necesario, reforzarlas. Dichas medidas están encaminadas entre otras cosas, a mejorar la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas, promover la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo, fomentar una situación favorable para la actividad empresarial y garantizar la plena operatividad del mercado interior de la UE incluyendo los mercados energético y de servicios. La aplicación de reformas estructurales de gran alcance resulta particularmente importante para los países de la zona del euro, a fin de incrementar la flexibilidad de precios y salarios y la resistencia ante perturbaciones, facilitar el ajuste estructural, aumen-

tar el potencial de crecimiento y la creación de empleo, así como de reducir las presiones sobre los precios, facilitando con ello la función de la política monetaria única.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero se refiere a la importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos en la zona del euro. En el segundo se analizan los principales aspectos de la gestión de carteras del BCE de carácter operativo, legal y relacionados con la tecnología de la información. El tercer artículo ofrece una visión general de los acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con terceros países.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

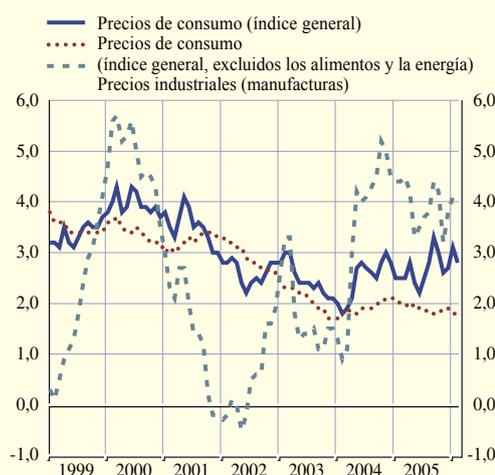
La economía mundial continuó su expansión a un ritmo relativamente vigoroso a principios del 2006 y el impulso del crecimiento parece ser bastante firme. Durante el mismo período, las variaciones de los precios de la energía tuvieron un considerable impacto en la inflación medida por los precios de consumo, que aumentó en varios países en enero, si bien se redujo ligeramente en febrero. En conjunto, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo positivas. Las condiciones de financiación continúan siendo relativamente favorables y ello, sumado a las mejoras de la situación patrimonial de las empresas y a la solidez de los beneficios, debería respaldar el gasto en inversión de las empresas en algunas de las principales economías. Los precios del crudo y la persistencia de los desequilibrios a escala internacional siguen planteando un riesgo para las perspectivas de la economía mundial.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial ha continuado su expansión a un ritmo relativamente vigoroso. En los países de la OCDE, la actividad industrial siguió intensificándose, en promedio, hasta finales del 2005, creciendo a una tasa interanual del 3,8% en diciembre. Pese a un cierto debilitamiento del crecimiento de la producción industrial en algunos países a principios de año, el impulso subyacente parece seguir siendo bastante sólido. Los datos de las encuestas sugieren que la expansión a escala mundial, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, mantuvo el ritmo también a principios del 2006. Al mismo tiempo, la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó en varios países, tras una cierta moderación en el segundo semestre del 2005. Este aumento refleja, en gran medida, el efecto directo de un nuevo incremento de los precios del crudo a finales de año. En febrero, la inflación interanual, medida por el IPC, en los países de la OCDE era del 2,8%, frente al 3% registrado en enero. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación se situó en el 1,8% en febrero, frente al 1,9% observado en enero (véase gráfico 1).

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica experimentó en el cuarto trimestre del 2005 una acusada desaceleración, que, en parte, podría haber sido temporal, debido a los efectos del huracán Katrina. Los datos definitivos indican que el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 1,7% en el cuarto trimestre, frente al 4,1% registrado en el trimestre anterior. Esta caída fue consecuencia, principalmente, de una desaceleración del gasto en consumo personal, una reducción del gasto del gobierno federal y una caída de la inversión en capital fijo en bienes de equipo, *software* y vivienda residencial, que se compensó en parte con un repunte de la inversión privada en existencias y una aceleración de las exportaciones.

Los datos disponibles para los primeros meses del 2006 indican que la actividad económica se ha recuperado tras el período de debilidad de finales del 2005. En particular, destaca la solidez del gasto real en

consumo personal. Al mismo tiempo, la producción industrial, con la excepción del sector de empresas de servicios públicos, se caracterizó por la atonía, tras registrar durante varios meses aumentos considerables. No obstante, los indicadores de confianza empresarial en el sector manufacturero siguieron mejorando a principios del 2006.

De cara al futuro, se espera que el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense continúe siendo vigoroso en el corto plazo. No obstante, persisten varios riesgos a la baja para el crecimiento del PIB, posiblemente exacerbados por un nuevo aumento del déficit comercial. En particular, la subida de los tipos de interés a largo plazo y la probable moderación de los precios de la vivienda podrían frenar el gasto en consumo privado en un contexto de fuerte endeudamiento de los hogares.

Si bien la inflación general se redujo hasta el 3,6% en febrero con el retroceso de los precios de la energía, la inflación excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 2,1%. Las expectativas de inflación parecen estar contenidas y los incrementos salariales siguen siendo moderados por el momento. No obstante, la creciente utilización de la capacidad productiva y la posible escasez de oferta de mano de obra en el mercado de trabajo podrían, en el futuro, traducirse en un aumento de las presiones en los precios, especialmente, si se combinan con nuevas subidas de los precios de la energía.

En su reunión de 28 de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar, por decimoquinta vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 4,75%. En el comunicado emitido al término de la reunión, el Comité señalaba que «quizá sea necesario seguir ajustando al alza la política monetaria».

## JAPÓN

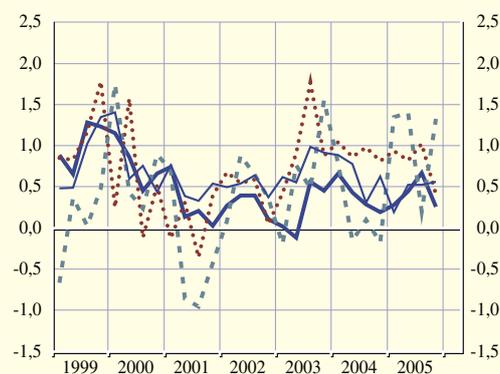
En Japón, la actividad económica ha experimentado recientemente una aceleración, mientras que la deflación, medida por los precios de consumo, ha seguido reduciéndose. Los datos revisados de la contabilidad nacional confirmaron que, en el cuarto trimestre del 2005, el PIB real registró un sólido crecimiento, aumentando un 1,3% en tasa intertrimestral.

En conjunto, los datos más recientes han confirmado el papel de la demanda interna privada como principal motor de la recuperación económica en curso. De cara al futuro, las perspectivas de la economía

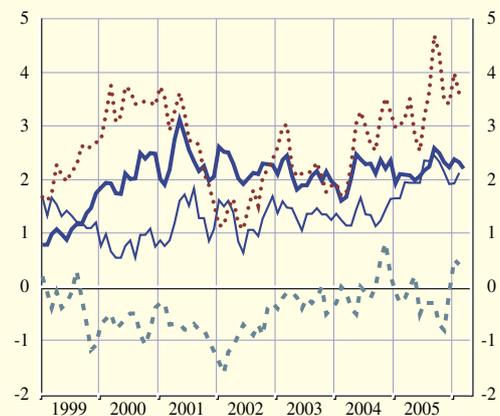
**Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas**

— Zona del euro    - - - Japón  
 ..... Estados Unidos    — Reino Unido

**Crecimiento del producto<sup>1)</sup>**  
 (tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



**Tasas de inflación<sup>2)</sup>**  
 (precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

son favorables, respaldadas por las reformas emprendidas anteriormente en los mercados de trabajo y en los sectores empresarial y bancario, así como por el renovado vigor del comercio regional.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en febrero del 2006, el IPC, aumentó un 0,4% en tasa interanual, mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos se incrementó un 0,5%. En el caso del IPC, excluidos los alimentos frescos, es el cuarto mes consecutivo en que se registran cifras positivas.

Como resultado de la subida de los precios de consumo en los últimos meses y de las expectativas de que se produzcan nuevos aumentos, el 9 de marzo el Banco de Japón anunció el final de su política monetaria expansiva de objetivos intermedios cuantitativos, que había venido aplicando desde marzo del 2001. Así pues, la institución ha vuelto a utilizar el tipo de interés oficial a un día sin garantía como objetivo de sus operaciones de mercado abierto, que se ha fijado actualmente en cero.

#### REINO UNIDO

En el Reino Unido se produjo una moderada recuperación económica en el último trimestre del 2005. El PIB real aumentó un 0,6% en tasa intertrimestral, impulsado principalmente por el mayor dinamismo del consumo privado y por la demanda exterior neta, mientras que la inversión experimentó una contracción. Al mismo tiempo, se observó un cierto debilitamiento en el mercado de trabajo. Pese al mayor crecimiento del producto, repuntó el desempleo y los salarios medios (excluidos los componentes salariales variables) se moderaron ligeramente. Las estimaciones provisionales indican que la expansión económica en el primer trimestre del 2006 fue, en general, similar a la del trimestre anterior. Se prevé una intensificación del crecimiento del PIB real durante el resto del año y que el consumo privado sea el factor que más contribuya a ese crecimiento.

La inflación, medida por el IAPC, se elevó hasta el 2% en febrero, desde el 1,9% registrado en enero, y se prevé que, a medio plazo, se mantendrá en niveles próximos al objetivo de inflación del 2%. Varios indicadores sugieren que el mercado de la vivienda ha seguido recuperándose. Según el índice Halifax, los precios de la vivienda aumentaron un 6,8%, en tasa interanual, en enero.

#### OTROS PAÍSES EUROPEOS

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

En Dinamarca y Suecia, la actividad económica siguió siendo favorable, a pesar de una cierta moderación en el cuarto trimestre del 2005, especialmente en Dinamarca. En ambos países, el crecimiento del PIB real se apoyó principalmente en la demanda interna y, a corto plazo, se mantienen las perspectivas favorables. La inflación medida por el IAPC en estos dos países prácticamente no experimentó variación en febrero en comparación con enero (2,1% y 1,1%, respectivamente). Las presiones inflacionistas siguieron siendo relativamente moderadas, debido a la intensa competencia en el comercio al por menor, a la moderación de los aumentos salariales y al fuerte crecimiento de la productividad del trabajo.

En la República Checa, Hungría y Polonia, las tres economías más grandes de Europa central, el producto siguió creciendo a un ritmo vigoroso en el cuarto trimestre del 2005, y los indicadores disponibles sugieren que la dinámica subyacente también fue favorable en el primer trimestre del 2006. En estos tres países el crecimiento del producto se ha apoyado cada vez más en la demanda exterior neta, ya que la demanda exterior se ha recuperado gradualmente. Mientras que en la República Checa y en Polonia la inflación



medida por el IAPC no experimentó variación en febrero (2,4% y 0,9%, respectivamente), en Hungría se redujo hasta el 2,3%, debido principalmente a una desaceleración de los precios de la energía.

#### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo vigoroso a principios del 2006. La demanda interior se fortaleció aún más en todas las grandes economías de la región, contrarrestando con creces una ligera desaceleración de la demanda exterior neta. En Indonesia, Corea del Sur, Singapur y Tailandia, la evolución más desfavorable de las exportaciones ha venido acompañada de una significativa apreciación de los tipos de cambio nominales y reales desde noviembre del 2005. En general, los indicadores adelantados de la actividad industrial han seguido mejorando en los últimos meses, de lo que se deduce que, a corto plazo, las perspectivas económicas de la región son sólidas. Las presiones inflacionistas continuaron siendo, en general, moderadas en febrero en la región.

En China, el principal factor determinante de la expansión de la demanda interna siguió siendo la inversión, que continuó siendo sólida incluso en sectores que ya sufrían problemas de exceso de capacidad, como la siderurgia y el automóvil. El superávit comercial se redujo a principios del 2006 en comparación con los máximos históricos observados en el 2005. La inflación, medida por el IPC, bajó hasta el 0,9%, en tasa interanual, en febrero, y los precios industriales también se moderaron ligeramente. Las presiones alcistas sobre los precios de los bienes intermedios, en un contexto de baja capacidad de fijación de los precios por parte de los productores, han comprimido la rentabilidad de las empresas, lo que podría ayudar a moderar el crecimiento de la inversión en los próximos trimestres.

#### **AMÉRICA LATINA**

Los últimos indicadores disponibles siguen apuntando a una aceleración incipiente de la actividad económica en las principales economías latinoamericanas. En Brasil, el PIB real creció un 1,5% en el cuarto trimestre del 2005 en comparación con un año antes. Aunque el crecimiento del PIB real siguió siendo lento, es de destacar el repunte del componente de inversiones. Los indicadores más recientes sugieren una mejora de las perspectivas, con un aumento interanual de la producción industrial del 3,2% en enero. En México, el PIB creció un 2,7% en el cuarto trimestre del 2005 en comparación con un año antes, mientras que la producción industrial se incrementó un 6%, en tasa interanual, en enero. Como la inflación continuó reduciéndose en Brasil y México, en marzo las autoridades monetarias recortaron de nuevo los tipos de interés oficiales, hasta el 16,5% y el 7,25%, respectivamente. En Argentina, la actividad económica sigue siendo muy vigorosa, con una expansión del PIB real del 9,1%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del 2005 y un incremento, también interanual, de la producción industrial del 6,8% en promedio durante los dos primeros meses del 2006. Sin embargo, persisten las presiones inflacionistas y la inflación ha aumentado un 11,5% en febrero. Las perspectivas del conjunto de la región siguen siendo positivas a corto plazo y se espera una consolidación de la demanda interna en las grandes economías en el contexto de un entorno exterior favorable.

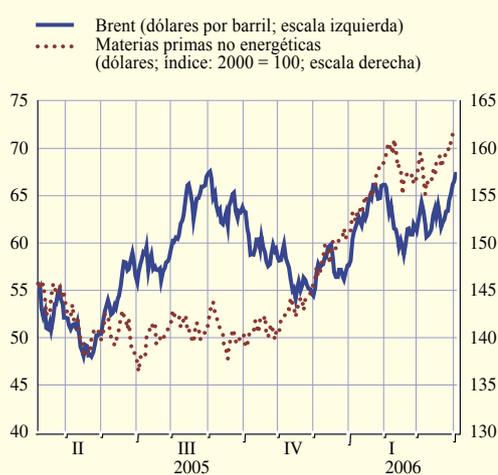
### **1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

Tras la escalada de diciembre y enero y el descenso experimentado en febrero, los precios del crudo han vuelto a subir en marzo y en los primeros días de abril, a pesar de una reciente revisión a la baja del crecimiento previsto de la demanda de crudo realizada por la Agencia Internacional de la Energía. La situación geopolítica y la consiguiente inquietud respecto a la seguridad de los suministros futuros, siguen siendo factores importantes que contribuyen a mantener los precios. Además, hacia finales del período considerado, la inquietud respecto a las existencias de gasolina de cara a la temporada de vera-

no en Estados Unidos intensificaron las presiones al alza sobre los precios. El 5 de abril, el barril de Brent se situaba en 66,4 dólares estadounidenses. La incertidumbre que rodea a los precios del crudo en el corto plazo es considerable. Los participantes en los mercados prevén que dichos precios sigan siendo relativamente altos también a medio plazo y los contratos de futuros con entrega en diciembre del 2008 se negocian actualmente a 66,9 dólares.

Los precios de las materias primas no energéticas han subido considerablemente en los últimos meses, alcanzando un máximo a principios de febrero. Expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en marzo aproximadamente un 7% por encima del nivel observado un año antes.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En conjunto, las perspectivas del entorno exterior y, por consiguiente, de la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo positivas. Las condiciones de financiación continúan siendo relativamente favorables, ya que los tipos de interés a largo plazo y los diferenciales de las obligaciones de empresa y de la deuda de los mercados emergentes se mantienen en niveles bastante moderados. Al mismo tiempo, las mejoras de la situación patrimonial y de los beneficios de las empresas respaldan el gasto en inversión empresarial en las principales economías. Esta evaluación se confirma por el hecho de que la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE haya aumentado de nuevo en enero, manteniendo así la trayectoria ascendente observada desde abril del 2005. En un contexto de constante volatilidad en los mercados de petróleo, los precios de la energía siguen siendo uno de los principales factores de riesgo para las perspectivas mundiales. La persistencia de los desequilibrios económicos a escala internacional también representa un riesgo a la baja

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

*El crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 8% en febrero del 2006, tras mostrar algunos signos de moderación en el cuarto trimestre del 2005. El reducido nivel de los tipos de interés continuó siendo el principal factor impulsor de la evolución monetaria y del crédito subyacente, al tiempo que los datos de febrero indican que los signos de la persistencia de la reversión de los anteriores desplazamientos de cartera siguieron siendo evidentes. En un entorno de liquidez ya abundante, de mejor clima económico y de recuperación de la economía real, el acusado crecimiento del dinero y del crédito apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, esta trayectoria hace que sea necesario realizar un atento seguimiento del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.*

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó de nuevo y se situó en el 8% en febrero del 2006, desde el 7,6% de enero, invirtiendo, en parte, la moderación observada en el cuarto trimestre del 2005. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 fue del 7,6% en el período comprendido entre diciembre del 2005 y febrero del 2006, en comparación con el 7,5% del período transcurrido entre noviembre del 2005 y enero del 2006 (véase gráfico 4). La renovada fortaleza del crecimiento de M3 fue particularmente evidente en la evolución a más corto plazo, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, que se incrementó 1,2 puntos porcentuales en febrero.

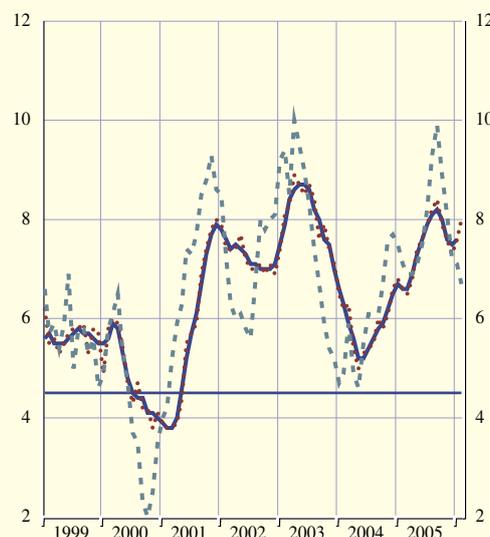
Los datos monetarios correspondientes a febrero continúan indicando que el factor determinante del crecimiento de M3 son los reducidos tipos de interés vigentes. Esta valoración se ve respaldada por la destacada contribución del agregado monetario estrecho M1 al crecimiento interanual de M3 y por el nuevo fortalecimiento del crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, también se dispone de evidencia de que se está produciendo una reversión de los anteriores desplazamientos de cartera. Esta reversión, que fue el factor determinante de la evolución monetaria en el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004, causa un efecto moderador en el crecimiento total de M3. Sin embargo, más recientemente, este efecto no ha sido lo suficientemente pronunciado como para compensar el efecto positivo de la expansión más intensa del crédito sobre el crecimiento monetario.

Dado el intenso crecimiento del dinero y del crédito en los últimos trimestres, la liquidez sigue siendo abundante en la zona del euro, lo que apunta a riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, especialmente si una parte considerable de la abundancia de liquidez se transformara

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

en dinero para transacciones en un entorno de mejor clima económico y de recuperación de la economía real. Además, el pronunciado crecimiento monetario y del crédito hace que sea necesario realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, ya que existe la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en febrero es consecuencia de la mayor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables. La contribución de los componentes más líquidos incluidos en M1 descendió ligeramente, aunque continuó siendo muy superior a la de los demás componentes (véase el recuadro 1 para conocer un análisis de los factores determinantes de la intensa contribución de M1 al crecimiento de M3). La reducción de la contribución de M1 en febrero es atribuible a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, mientras que la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación prácticamente no registró variaciones con respecto al mes anterior. A diferencia de los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a aumentar, como consecuencia del considerable fortalecimiento del crecimiento de los depósitos a plazo (depósitos a plazo hasta dos años). En conjunto, el crecimiento de las tenencias de depósitos a corto plazo continuó siendo vigoroso, reflejando el reducido coste de oportunidad de mantener estos activos en un entorno de tipos de interés reducidos (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 volvió a aumentar ligeramente en febrero, lo que ocultó una evolución divergente de los distintos instrumentos. Por un lado, aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años se redujo ligeramente, se mantuvo en un nivel considerablemente elevado, el 30%, aproximadamente, lo que puede estar relacionado con la dinámica demanda de productos estructurados en un entorno de resultados relativamente positivos en los mercados de renta variable y con cierta actividad de sustitución por valores distintos de acciones a más largo plazo. Por otro, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se incrementó levemente, pero continuó siendo

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2006 Ene	2006 Feb
<b>M1</b>	<b>48,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>
Efectivo en circulación	7,5	18,0	17,3	16,0	14,8	13,5	13,6
Depósitos a la vista	41,0	8,1	8,5	10,4	10,2	9,7	9,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,7	4,5	5,1	5,5	5,9	6,4	7,3
Depósitos a plazo hasta dos años	15,9	0,5	2,7	4,6	6,5	8,5	11,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,8	7,1	6,6	6,0	5,3	4,8	4,6
<b>M2</b>	<b>86,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,9	4,1	4,4	5,5	3,8	3,3	4,0
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		3,4	2,1	1,2	2,7	3,4	2,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,4	-0,8	-1,1	0,4	0,9	1,0
Crédito al sector privado		7,3	7,8	8,6	9,3	9,9	10,6
Préstamos al sector privado		7,3	7,6	8,4	8,9	9,6	10,3
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>

Fuente: BCE.

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

negativa. La moderada evolución 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 en los últimos meses se ha estado produciendo una reversión de los anteriores desplazamientos de cartera.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo del sector privado y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM (excluido el Eurosistema), que representan la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, se elevó en febrero. Este aumento se debió, en gran medida, al incremento de la contribución de otros intermediarios financieros no monetarios, que había estado descendiendo desde septiembre del 2005. Las contribuciones de las sociedades no financieras y de los hogares no registraron variaciones en febrero. En conjunto, el sector hogares continuó siendo el que más ha contribuido al crecimiento de los depósitos a corto plazo, incluidas las cesiones temporales.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se fortaleció de nuevo, y fue del 10,3% en febrero, desde el 9,6% del mes precedente. La elevada demanda de préstamos fue prácticamente generalizada en el sector privado, reflejo del impacto positivo de los reducidos tipos de interés y, posiblemente, de las mejores perspectivas económicas.

La evolución de los préstamos de las IFM a los hogares continuó estando impulsada, principalmente, por el pronunciado endeudamiento para adquisición de vivienda, que aumentó a una tasa interanual del 11,8% en febrero, sin variaciones con respecto al mes anterior, pero también por el nuevo fortalecimiento del crecimiento de crédito al consumo (véase cuadro 2). El pronunciado endeudamiento para adquisición de vivienda es consecuencia de los reducidos tipos de interés hipotecarios vigentes en la zona del euro en su conjunto y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se elevó de nuevo en febrero, continuando con la tendencia al alza observada desde principios del 2004. Aunque este incremento abarcó todos los plazos de vencimiento, fue atribuible, fundamentalmente, a un

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Ene	2005 Feb
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,5</b>
Hasta un año	30,3	3,2	4,6	5,8	5,3	5,7	7,0
De uno a cinco años	17,6	6,7	6,5	6,4	8,2	9,1	11,9
Más de cinco años	52,1	6,9	6,9	7,9	8,9	9,8	10,2
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,1	6,4	6,7	6,9	7,8	8,0	8,2
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	70,0	10,1	10,2	10,7	11,0	11,8	11,8
Otras finalidades	16,9	2,2	2,1	2,2	2,3	1,8	1,4
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,9</b>	<b>23,0</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>29,2</b>	<b>35,9</b>	<b>32,4</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,1</b>	<b>15,7</b>	<b>18,8</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

crecimiento especialmente pronunciado de los préstamos a más de un año. Como consecuencia de esta trayectoria, la brecha en el ritmo de crecimiento de los préstamos a los hogares y de los préstamos a las sociedades no financieras se cerró en febrero.

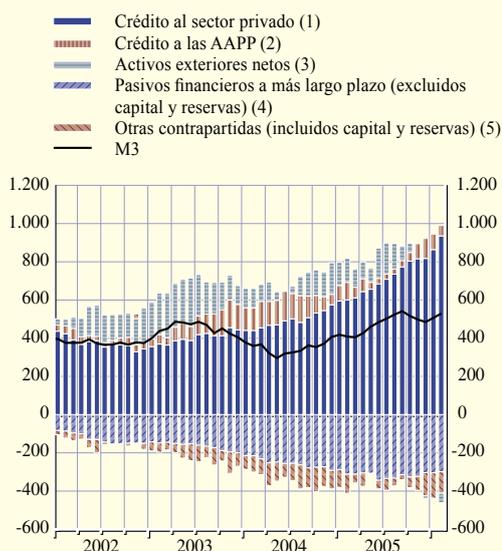
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a descender ligeramente en febrero, hasta el 8,5%, desde el 8,7% de enero, si bien la evolución a corto plazo siguió siendo intensa. Esto confirma la opinión de que hay una persistente inclinación del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo de la zona. Si se consideran los componentes de los pasivos financieros a más largo plazo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años continuó descendiendo, lo que puede deberse a una creciente preferencia por la inversión en valores de renta variable y por productos estructurados relacionados con valores bancarios a más corto plazo.

En febrero se produjeron salidas netas por importe de 51 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, tras unas salidas netas que ascendieron a 1 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero (véase gráfico 5). Esta evolución puede estar relacionada con la mayor preferencia de los residentes en la zona del euro por mantener activos de fuera de la zona, junto con una moderación de la inversión extranjera en la zona del euro. En términos intermensuales se registraron salidas netas por importe de 35 mm de euros. Es posible que el aumento de las fusiones y de las adquisiciones haya desempeñado cierto papel a la hora de justificar estas salidas de capital. No obstante, se ha de tener presente que no se debe conceder excesiva importancia a las fluctuaciones a corto plazo en la posición acreedora neta frente al exterior por la volatilidad de la serie en términos intermensuales.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, los reducidos tipos de interés favorecieron el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado, que continuaron contribuyendo al fortalecimiento del crecimiento interanual de M3. A este respecto, la intensa demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y la moderada dinámica de la posición acreedora neta frente al exterior de estas instituciones sólo compensaron en parte la evolución monetaria impulsada por el crédito.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro I

### FACTORES QUE EXPLICAN EL INTENSO CRECIMIENTO DE M1

Un aspecto destacado de la evolución monetaria de la zona del euro en los últimos años ha sido el acusado crecimiento del agregado monetario estrecho M1. Aunque la tasa de crecimiento interanual de este agregado disminuyó ligeramente en febrero del 2006, se mantuvo en un nivel elevado, el 9,9%. En los últimos años, M1 ha sido el agregado que más ha contribuido al pronunciado crecimiento interanual de M3, con más de 4 puntos porcentuales. La intensa expansión del componente más líquido de M3 puede ser motivo de especial preocupación en una situación de liquidez ya abundante y que sigue aumentando. En este recuadro se analiza el crecimiento de M1 desde distintas perspectivas.

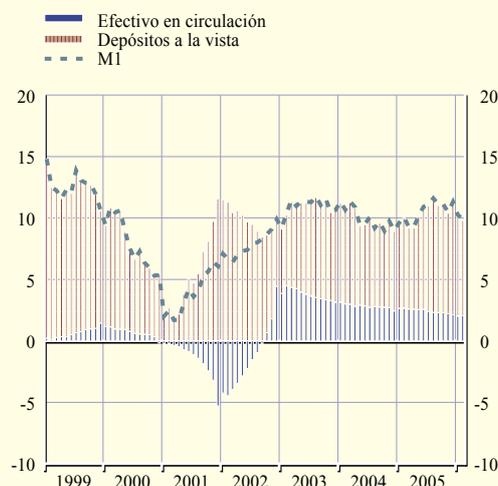
#### Persistente e intenso crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista

La evolución de M1 puede entenderse mejor si se analizan sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista. A pesar de que la participación del efectivo en circulación en el total de M1 sólo ha sido del 15%, aproximadamente, su evolución ha contribuido, en promedio, en torno a un cuarto del crecimiento interanual de M1 en los tres últimos años (véase gráfico A). Aunque han transcurrido cuatro años, continúa la reversión de los efectos relacionados con la introducción del euro. A pesar de que la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación ha disminuido gradualmente, en febrero del 2006 se situó en el 13,6%, siendo aún más elevada de lo que habría cabido esperar a partir de la evolución de las antiguas monedas nacionales con anterioridad al cambio de moneda.

Los depósitos a la vista también muestran un persistente e intenso dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual del 9,2% en febrero del 2006. Esta evolución es acorde con la opinión de que el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro conlleva un bajo coste de oportunidad de mantener activos de escasa remuneración, por un lado, pero también aspectos de liquidez favorables, por otro. Además, se dispone de cierta evidencia de que el crecimiento de los depósitos a la vista puede haberse visto impulsado, en parte, por la innovación financiera. Esto está relacionado, en particular, con la creciente popularidad, en algunos países, de las cuentas electrónicas y de otros depósitos de alta rentabilidad, que se registran como depósitos a la vista debido a sus características de liquidez, pero pueden utilizarse con el objeto de invertir o ahorrar, y no con fines de transacción, como consecuencia de que su rentabilidad es mayor.

Gráfico A Contribuciones al crecimiento interanual de M1

(contribuciones en puntos porcentuales; crecimiento de M1 en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

### Los hogares como principales tenedores de los componentes líquidos incluidos en M1

La segunda perspectiva desde la que se puede analizar la evolución de M1 guarda relación con los sectores tenedores. En cuanto al efectivo en circulación, debido a la anonimidad del efectivo, no se dispone de estadísticas oficiales del detalle por sector tenedor de la zona del euro ni de la demanda de residentes y de no residentes. Al mismo tiempo, las estimaciones sugieren que entre el 10% y el 20% de los billetes en euros en circulación reflejan la demanda de fuera de la zona. Esto podría explicar, en parte, por qué el crecimiento del efectivo en circulación ha disminuido con más lentitud en los últimos años que lo que habría cabido esperar a partir de factores internos o de efectos relacionados con el cambio de moneda.

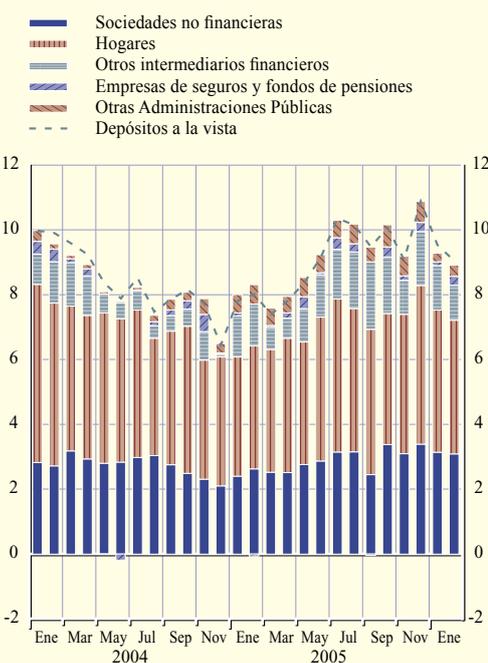
En cuanto al origen de la demanda de depósitos a la vista, cabe destacar dos aspectos. En primer lugar, la contribución de otros intermediarios financieros al crecimiento interanual de los depósitos a la vista ha sido de 1 punto porcentual por noventa meses consecutivo. Dado que solo se dispone de estos datos sectoriales para el período transcurrido desde el 2003, en estos momentos resulta difícil determinar si esta contribución es el resultado de las condiciones de mercado vigentes, y está siendo impulsada, por ejemplo, por la política de carteras de los fondos de inversión, o se debe, en cierta medida, a fenómenos de carácter más estructural como los cambios en la regulación. En segundo lugar, la contribución de los hogares y de las sociedades no financieras al crecimiento de los depósitos a la vista ha mostrado una leve tendencia alcista desde principios del 2005, que ha sido de más de 4 y de más de 3 puntos porcentuales, respectivamente (véase gráfico B). En general, la mayor contribución al crecimiento interanual de M1 ha procedido de los hogares.

### Los reducidos tipos de interés como principal factor impulsor de la evolución reciente de M1

Por último, la evolución de M1 también puede analizarse desde la perspectiva de sus principales determinantes económicos. En la mayor parte de los modelos de demanda de dinero, estos determinantes son los precios, el PIB real y el coste de oportunidad de mantener efectivo. Este último suele medirse por la diferencia entre el tipo de interés de mercado a corto plazo y el rendimiento de los instrumentos incluidos en M1. Los modelos que permiten la denominada no linealidad en la elasticidad del dinero en lo que respecta al coste de oportunidad, es decir, un efecto mayor de una variación de los tipos de interés en el caso de tipos de interés más bajos, recientemente se han comportado mucho mejor que los modelos en los que el coste de oportunidad causa un impacto en el dinero de una forma lineal<sup>1</sup>. Por otra parte, hay más probabilidades

**Gráfico B Contribuciones al crecimiento interanual de los depósitos a la vista**

(contribuciones en puntos porcentuales; crecimiento de los depósitos a la vista en porcentaje; datos sin desestacionalizar ni ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Notas: El sector informante está compuesto por las IFM, excluido el Eurosistema. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

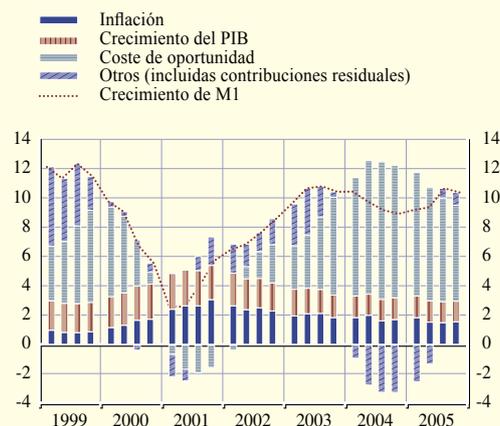
1. Para conocer una descripción detallada de la metodología aplicada, véase L. Stracca, «The functional form of the demand for euro area M1», Manchester School, Vol. 71(2), 2003, pp. 172-204.

de que una especificación no lineal recoja cualquier impacto sobre la elasticidad de los tipos de interés relacionado con la innovación financiera.

Como se muestra en el gráfico C, en el 2005, la contribución actual de la evolución del PIB real al crecimiento interanual de M1 fue de aproximadamente 1,5 puntos porcentuales, mientras que la de los tipos de interés fue de unos 7 puntos porcentuales. Esta última contribución ha estado aumentando como consecuencia de las características dinámicas del modelo, que capta los desfases en la transmisión de los cambios en la orientación de la política monetaria a los aspectos monetarios macroeconómicos que se produjeron en el 2004. Cuanto más reducido sea el nivel de los tipos de interés, mayor es el impacto de su variación y la duración del ajuste.

**Gráfico C Contribución de los determinantes económicos al crecimiento de M1**

(contribuciones en puntos porcentuales; crecimiento de M1 en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

En enero del 2006, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo elevada, en el 7,6%, prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y por las instituciones financieras no monetarias fue intensa, la emisión por parte de las sociedades no financieras se mantuvo moderada. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro continuó siendo reducida.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no registró modificaciones en enero del 2006, y se situó en el 7,6% (véase cuadro 3). El fuerte crecimiento sigue estando impulsado, fundamentalmente, por el pronunciado crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo, aunque disminuyó ligeramente, hasta el 8,1%, en enero. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores a corto plazo se incrementó hasta el 3,2%, aunque continuó en un nivel relativamente reducido. Al igual que en períodos anteriores, la relativamente elevada tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo se vio favorecida, principalmente, por la intensa emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, cuya tasa de crecimiento se elevó desde el 18,4% de diciembre del 2005 hasta el 19% de enero del 2006. Durante este período, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo continuó siendo moderada, del 4,5%, en enero del 2006, en comparación con el 4,7% de diciembre del 2005. No obstante, en términos de emisiones brutas se ha producido un acusado aumento de la emisión de estos instrumentos desde diciembre del 2005. Esto puede apuntar a una creciente preferencia por parte de los prestatarios por captar financiación a largo plazo a tipo de interés fijo en lugar de variable en el período más reciente.

En cuanto a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras no registró variaciones en enero del 2006, y se situó en el

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2006 Enc	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2005 I	2005 II	2005 III	2005 IV	2005 Dic	2006 Ene
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>10.321</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>
IFM	4.143	10,1	9,8	10,0	9,2	8,4	9,1
Instituciones financieras no monetarias	928	11,7	17,1	19,2	21,6	23,7	24,4
Sociedades no financieras	618	2,8	4,6	2,2	3,4	3,5	3,5
Administraciones Públicas	4.632	5,5	4,9	4,5	4,4	4,7	4,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.347	5,1	4,5	4,1	3,9	4,2	3,7
Otras Administraciones Públicas	285	13,7	12,0	12,1	12,2	12,9	11,3
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>5.290</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
IFM	885	2,7	2,2	2,7	2,2	0,8	1,2
Instituciones financieras no monetarias	536	1,0	2,2	2,6	3,2	3,5	3,5
Sociedades no financieras	3.869	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	1,0

Fuente: BCE.

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

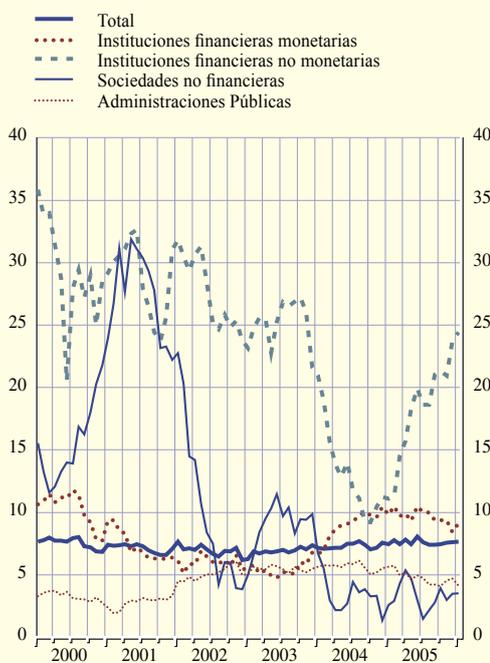
3,5% (véase gráfico 6). Los posibles factores determinantes del moderado crecimiento de la emisión neta de valores distintos de acciones en un período de condiciones de financiación muy favorables son el históricamente elevado nivel de amortizaciones de valores emitidos entre 1999 y el 2001, esto es, durante un período de auge del mercado de renta fija privada de la zona del euro, y la abundante disponibilidad de financiación interna. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable emitidos por las sociedades no financieras continuó aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM ascendió hasta el 9,1% en enero del 2006, desde el 8,4% del mes anterior. Esta evolución fue resultado, principalmente, de la persistente y elevada emisión de valores distintos de acciones a corto y a largo plazo a tipo de interés variable (que representaron aproximadamente las dos quintas partes del saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM), al tiempo que la emisión de valores a tipo de interés fijo se mantuvo moderada.

Es probable que el pronunciado crecimiento de la emisión de deuda se deba a las necesidades de financiación de las IFM resultantes de un crecimiento bastante vigoroso de los préstamos de las IFM al sector privado, especialmente en países que han registrado un fuerte crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

La emisión directa de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras también puede haberse sustituido, en cierta medida, por la financiación indirecta a través de las instituciones financieras no monetarias, como las entidades de propósito especial, que continuaron emitiendo valores distintos de acciones con intensidad. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las citadas instituciones se incrementó hasta el 24,4% en enero del 2006 (desde el 23,7% de diciembre del 2005). Sin embargo, es probable que buena parte de la emisión neta por parte de las instituciones financieras no monetarias sea atribuible al sector de las IFM, que está utilizando cada vez con más frecuencia este canal de financiación para titular parte de su cartera de préstamos. 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, y se situó en el 47% en enero del 2006.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas descendió ligeramente, hasta el 4,1%, en enero del 2006, desde el 4,7% de diciembre del 2005. Al igual que en períodos anteriores, los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo continuaron dominando la actividad emisora del sector público.

### ACCIONES COTIZADAS

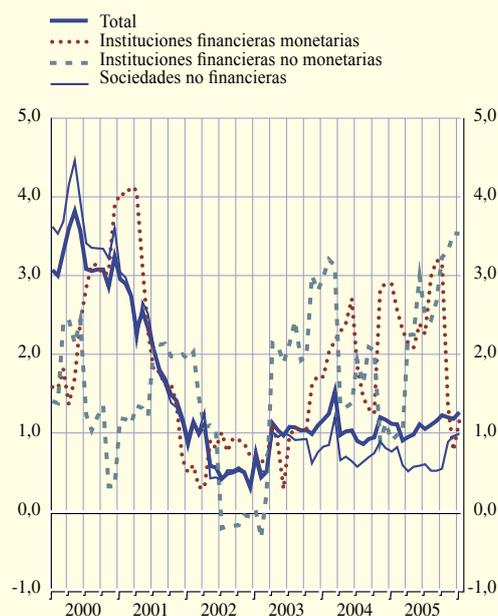
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no registró variaciones y fue del 1,3% en enero del 2006. En lo que se refiere a la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan aproximadamente tres cuartas partes del saldo vivo de este tipo de valores, no se modificó y permaneció en el 1%, de las más elevadas desde finales del 2001 (véase gráfico 7). Uno de los principales factores que explican este crecimiento de la emisión de acciones ha sido la evolución de la emisión bruta de ofertas públicas iniciales y de ofertas públicas secundarias, que se han beneficiado de unos mercados de renta variable relativamente pujantes. En ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se incrementó hasta el 1,2%, desde el 0,8% de diciembre del 2005.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

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

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

Durante el período comprendido entre finales de febrero y el 5 de abril de 2006, los tipos de interés del mercado monetario a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se elevaron 5, 16, 21 y 27 puntos básicos, respectivamente. El 5 de abril, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 2,65%, el 2,82%, el 3% y el 3,26%, respectivamente. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó considerablemente su inclinación durante el período de referencia. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 39 puntos básicos, a finales de febrero, a 61 puntos básicos el 5 de abril (véase gráfico 8).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2006 se situaron en el 3,09%, el 3,32% y el 3,49% respectivamente, el 5 de abril. En comparación con los niveles observados a finales de febrero, esto supuso un aumento de 17, 22 y 27 puntos básicos, respectivamente.

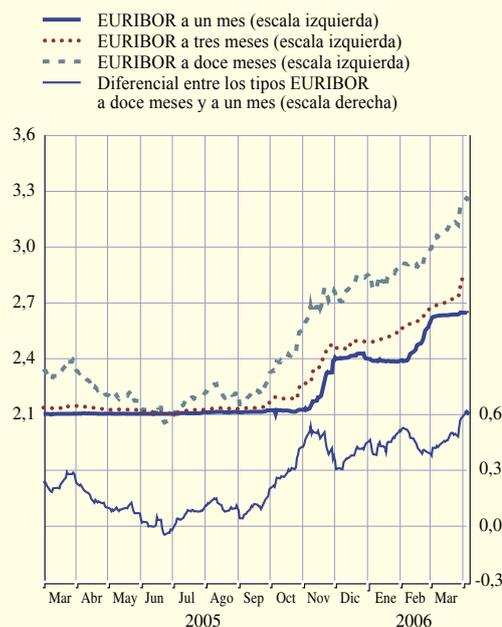
En relación con los efectos de finales de febrero, el EONIA se elevó hasta el 2,4%, y retrocedió de nuevo a principios de marzo, en consonancia con las percepciones del mercado de que la situación de liquidez había pasado a ser más holgada. La magnitud del superávit de liquidez previsto tanto por el BCE como por los participantes en el mercado al final del período de mantenimiento puso de manifiesto que sería necesario llevar a cabo una operación de absorción de liquidez el 7 de marzo. De este modo, el BCE realizó una operación de absorción de liquidez por importe de 5 mm de euros en la que los participantes en el mercado sólo ofrecieron 2,6 mm de euros. En consecuencia, la insuficiencia de pujas causó un notable impacto en el tipo de interés a un día y en el EONIA, que ese día cayeron hasta el 1,45% y el 2,08%, respectivamente.

Durante el período de mantenimiento que comenzó el 8 de marzo de 2006, el EONIA se elevó en consonancia con la subida de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE, hasta situarse en el 2,58%, lo que supuso un diferencial de 8 puntos básicos con respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Esto sugiere que la ampliación gradual del diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja observada en el 2005 se interrumpió en el primer trimestre del 2006. El 31 de marzo, el EONIA ascendió hasta el 2,62%, como consecuencia de los efectos de fin de trimestre, y se mantuvo ligeramente por encima de los niveles observados en marzo y los primeros días de abril (véase gráfico 9).

En marzo del 2006, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema permanecieron estables, en el 2,56% y el 2,57%, respectivamente, y posteriormente se elevaron un punto básico en la última operación de marzo, como consecuencia de los efectos de fin de mes. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutada el 29 de marzo, la tercera con un volumen de adjudicación más elevado, 40 mm de euros, los tipos de in-

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

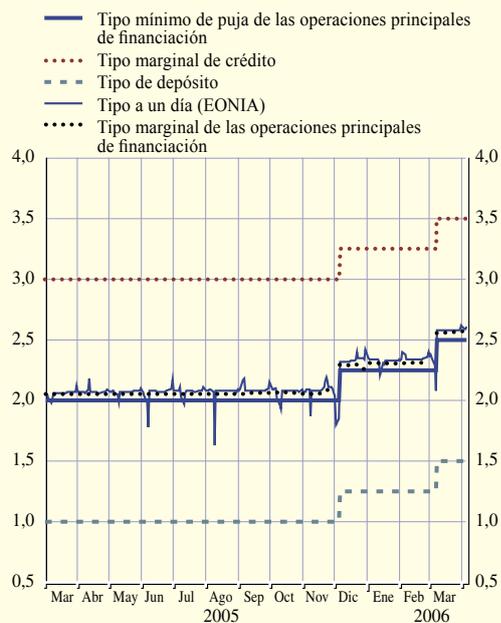
(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE y Reuters.

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

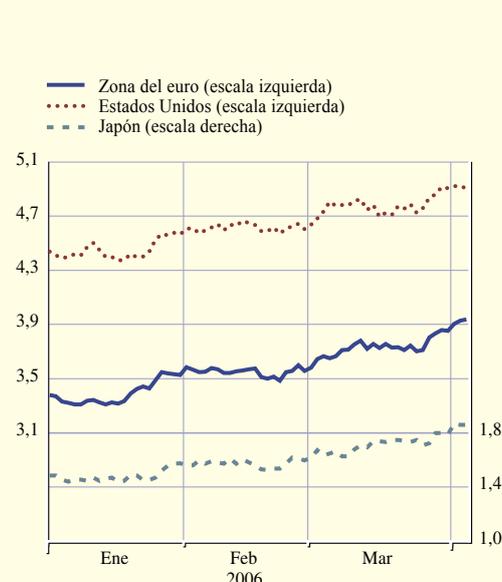
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

**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.

terés marginal y medio ponderado se incrementaron hasta el 2,73% y el 2,75%, respectivamente, esto es, 16 y 18 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles de la operación anterior. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de las subastas fueron 6 y 4 puntos básicos más bajos, respectivamente.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*El rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados aumentó de nuevo en marzo y principios de abril. Los mejores rendimientos registrados en los mercados internacionales de renta fija fueron consecuencia de las subidas de los tipos de interés reales que, a su vez, tuvieron su origen, en parte, en la percepción de los participantes en el mercado de unas perspectivas de crecimiento económico más favorables. En general, la información procedente del mercado de renta fija de la zona del euro parece confirmar las indicaciones de una mejora inminente de la actividad económica, mientras que, al mismo tiempo, las expectativas de inflación permanecen prácticamente estables.*

El rendimiento de la deuda pública a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se incrementó unos 35 puntos básicos entre finales de febrero y el 5 de abril, hasta el 3,9% y el 4,9%, respectivamente (véase gráfico 10). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro apenas se modificó, y se situó en 100 puntos básicos al final del período analizado. A pesar de los recientes incrementos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico se mantuvo en niveles bastante bajos en términos históricos. En

Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó alrededor de 25 puntos básicos en ese mismo período, y el 5 de abril de 2006 se situaba en el 1,9%. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo del segmento de mercado de deuda pública a diez años, según indica la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre bonos, prácticamente no registró variaciones en la zona del euro y en Japón, mientras que en Estados Unidos aumentó ligeramente en marzo.

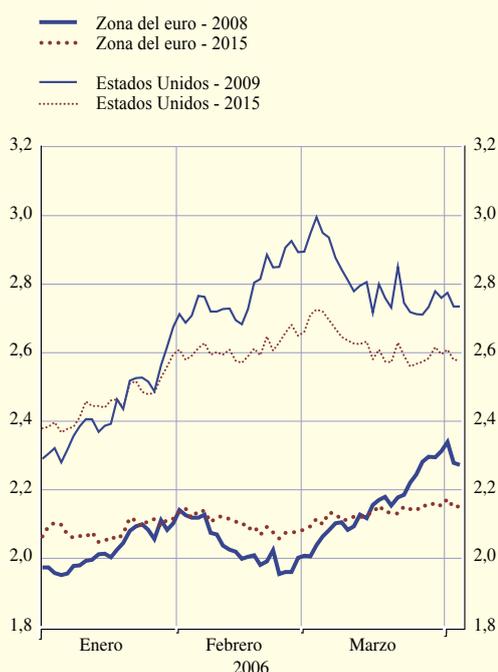
En Estados Unidos, el aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo observado en marzo y principios de abril se debió, principalmente, al incremento del rendimiento de los bonos reales correspondientes que, en el caso de los bonos a diez años indicados con la inflación, se elevó unos 35 puntos básicos entre finales de febrero y el 5 de abril de 2006. Este incremento del rendimiento de los bonos nominales y reales pudo ser consecuencia de la mayor confianza de los inversores acerca de las perspectivas de corto a medio plazo de la actividad económica en este país, sobre todo tras la valoración más reciente del presidente de la Reserva Federal de que la curva de rendimientos invertida de Estados Unidos —el diferencial entre el rendimiento de la

deuda pública a diez años y los tipos de interés a tres meses del mercado monetario ascendía a –10 puntos básicos el 5 de abril— no debe interpretarse como una señal de debilitamiento de la actividad económica futura. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación en Estados Unidos de los participantes en el mercado, medida por las tasas de inflación implícitas, se redujeron ligeramente en todos los plazos, reflejo de la opinión del mercado de que, por el momento, las presiones inflacionistas se están conteniendo. En cambio, en meses anteriores, las tasas de inflación implícitas contribuyeron sustancialmente al aumento del rendimiento de los bonos nominales. Como se esperaba, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) elevó el tipo de interés de los fondos federales 25 puntos básicos el 28 de marzo. Por otra parte, la declaración que acompañó a esta decisión amplió las expectativas de los participantes en el mercado de que al menos se produciría una subida más del citado tipo de interés, lo que también ejerció presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo.

En Japón, el aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo fue más pronunciado tras el anuncio del Banco de Japón de que pondrá fin a su política monetaria expansiva basada en objetivos cuantitativos en los próximos meses y mantendrá el tipo de interés oficial próximo a cero «durante un tiempo». Tras conocerse esta decisión, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó hasta registrar el nivel máximo en los últimos 19 meses. No obstante, los comentarios del gobernador del Banco de Japón de que dicho Banco continuará comprando deuda pública japonesa a largo plazo aunque ponga fin a la citada política monetaria expansiva, pueden haber contribuido a moderar las presiones alcistas sobre el rendimiento de los bonos.

Gráfico 11 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro y de Estados Unidos

(en porcentaje; datos diarios)

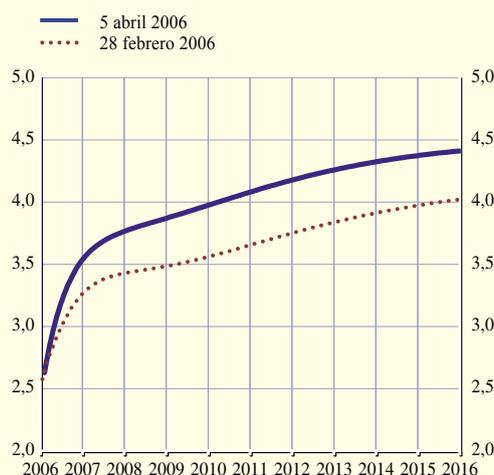


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó de nuevo en marzo y principios de abril. La percepción de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas para la actividad económica de la zona parece haber mejorado ligeramente, probablemente en respuesta a una serie de indicadores procedentes de encuestas de opinión que han proporcionado señales positivas en las últimas semanas. Como consecuencia de esto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo iniciada con la inflación se elevó en el transcurso del marzo. En el recuadro 2 se analiza qué tipo de indicadores influyen de manera significativa en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro. Además, el incremento del rendimiento de los bonos reales también puede considerarse como un signo más de la normalización de las primas de riesgo implícitas con respecto a los reducidos niveles del 2005. En cuanto a las expectativas de inflación de la zona del euro, la tasa de inflación implícita a diez años obtenida del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública francesa nominal e iniciada con la inflación con vencimiento en el 2015 se elevó ligeramente durante el período de referencia y se situó próxima al 2,15% el 5 de abril.

**Gráfico 12 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 son tipos *swap* de cupón cero.

Es probable que la publicación de datos, en general, favorables sobre la actividad económica y el clima empresarial hayan contribuido al desplazamiento al alza de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro a todos los plazos (véase gráfico 12). No obstante, la decisión del Consejo de Gobierno del 3 de marzo de incrementar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE tuvo un efecto muy limitado en la estructura temporal de los tipos de interés, dado que había sido anticipada por los participantes en el mercado.

## Recuadro 2

### ¿CÓMO INFLUYE LA PUBLICACIÓN DE DATOS MACROECONÓMICOS EN EL MERCADO DE RENTA FIJA DE LA ZONA DEL EURO?

Los bancos centrales, en general, y el BCE, en particular, realizan un estrecho seguimiento de los segmentos a largo plazo de los mercados de renta fija, ya que los tipos de interés a largo plazo contienen información sobre las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la inflación y a las perspectivas de crecimiento de la economía. En los últimos meses, el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro ha aumentado, pese a registrarse una cifra del PIB menor de lo previsto en el último trimestre del 2005. El incremento del rendimiento de los bonos parece haber sido reflejo de una interpretación más positiva de los datos puntuales (*soft data*) sobre la actividad económica, como los indicadores de ciclo económico procedentes de las encuestas, que respaldan la opinión de que el crecimiento económico de la zona del euro cobrará impulso en el transcurso del

2006. De hecho, parece que la publicación de estos datos macroeconómicos influye en los mercados financieros, en general, y que la importancia de la misma puede cambiar a lo largo del tiempo. En este recuadro se examina un conjunto amplio de indicadores macroeconómicos que se publican en la zona del euro y se señalan los tipos de datos cuya publicación ha influido de forma significativa en los mercados de bonos a largo plazo de la zona en los seis últimos años.

Una regularidad empírica observada en la literatura sobre el tema analizado en este recuadro es que muchos datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos tienden a provocar fuertes reacciones en los mercados financieros, en distintas clases de activos y en distintas economías<sup>1</sup>. Esta elevada sensibilidad de los precios de los activos puede atribuirse, probablemente, a que los inversores perciben la economía estadounidense como el motor del crecimiento económico mundial. Además, la sensibilidad de los mercados financieros de la zona del euro a los datos publicados en Estados Unidos puede depender también del momento de su publicación. Dado que los datos de Estados Unidos se publican, en general, antes que los correspondientes datos de la zona del euro, pueden actuar como un indicador adelantado para los mercados financieros de la zona. Así pues, con el tiempo la correlación entre los precios de los activos financieros en Estados Unidos y en la zona del euro puede llegar a ser más estrecha de lo que la economía real pudiera sugerir.

Los datos publicados en Estados Unidos que tienden a influir en mayor medida en los mercados de la zona del euro son los relativos a la actividad económica real y al empleo, como pueden ser los avances del PIB y de los datos de salarios no agrícolas de Estados Unidos. Por otro lado, los indicadores de las encuestas con un mayor enfoque en las perspectivas de futuro tienden también a incidir en los precios de los mercados financieros de la zona del euro, ya que pueden alterar las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de la economía. Entre la miríada de indicadores de confianza disponibles, parece que el que se tiene más en cuenta es el índice de confianza del sector manufacturero publicado por el Institute for Supply Management (ISM).

Además de los datos de Estados Unidos, también es interesante examinar cuáles de los publicados en la zona del euro tienden a provocar variaciones significativas de los tipos de interés a largo plazo de la zona. En teoría, la publicación de datos más favorables de lo previsto sobre la actividad económica o de un dato de inflación más elevado de lo esperado debería ejercer presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo. El cuadro muestra una serie de datos macroeconómicos nacionales y agregados de la zona del euro sobre la actividad económica real, el desempleo, los indicadores de ciclo económico procedentes de las encuestas y los indicadores de precios y agregados monetarios. En el cuadro, los signos positivos indican que, de acuerdo con la teoría, los datos publicados influyeron de forma significativa en el rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo durante el período muestral 1999-2005<sup>2</sup>. Dado que desde 1999 los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se han mantenido en niveles bastante reducidos y relativamente estables, se puede considerar que el rendimiento de los bonos alemanes representa de manera fiable la evolución de los tipos de interés de la zona en su conjunto en los dos últimos años.

1 Véase el recuadro titulado «Impacto de las últimas cifras de empleo publicadas en Estados Unidos en los mercados internacionales de renta fija», en el Boletín Mensual de mayo del 2004. Para más evidencia empírica, véanse, entre otros, T.G. Andersen, T. Bollerslev, F.X. Diebold y C. Vega, «Micro effects of macro announcements: Real-time price discovery process», *American Economic Review*, 93, 38-62, y M. Ehrmann y M. Fratscher, «Equal size, equal role? Interest rate interdependence between the euro area and the United States», *The Economic Journal*, 115 (506), pp. 928-948.

2 Este efecto se determina mediante una regresión de las tasas de variación de los futuros sobre bonos alemanes a largo plazo en un intervalo intradía de cinco minutos respecto al elemento sorpresa de los respectivos datos publicados, calculado como la diferencia entre la cifra observada y la cifra esperada. El umbral de significación se fija en el 90%.

**Publicación de datos macroeconómicos de la zona del euro y nacionales y su impacto en el rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo**

Datos de actividad económica y de empleo de la zona del euro		Datos de actividad económica y de empleo nacionales	
Producción industrial	+	Producción industrial (DE)	+
Ventas al por menor		Producción industrial (FR)	+
Desempleo		Producción industrial (IT)	
Indicadores de encuestas de la zona del euro		Indicadores de encuestas nacionales	
Clima empresarial		Índice ZEW <sup>1)</sup> (DE)	+
Confianza de los consumidores		Índice IFO <sup>2)</sup> (DE)	+
Índice de directores de compras		Clima empresarial <sup>3)</sup> (FR)	+
		Clima empresarial <sup>4)</sup> (IT)	+
Datos de precios y de agregados monetarios de la zona del euro		Datos de precios nacionales	
Avance del IAPC		Índice de precios de consumo (DE)	
IAPC		Índice de precios de consumo (FR)	+
Índice de precios industriales		Índice de precios de consumo (IT)	
M3			

Nota: Los signos positivos indican que los datos publicados influyen de forma significativa en los precios de los futuros sobre bonos alemanes a largo plazo.

1) Centro de Estudios Económicos Europeos, Mannheim.

2) Instituto IFO, Múnich.

3) Instituto Nacional de Estadística y Estudios Económicos.

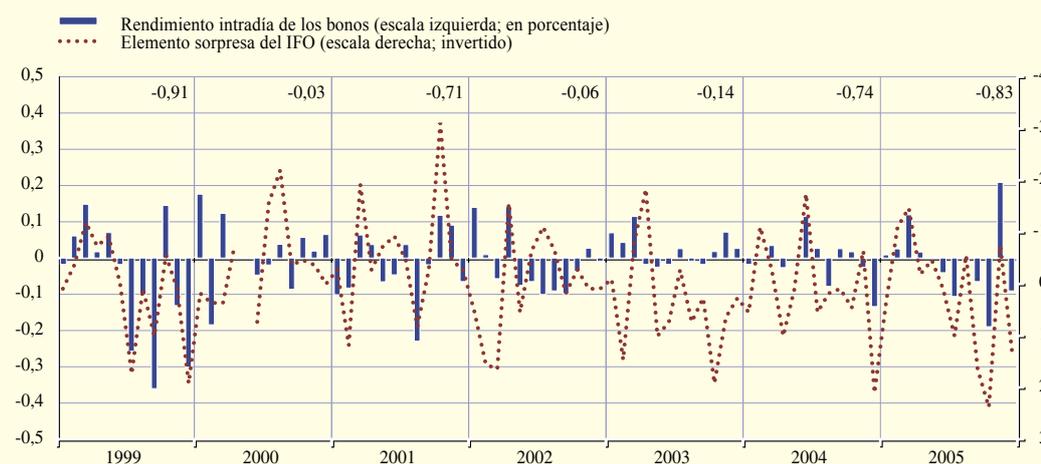
4) Instituto de Estudios y Análisis Económicos.

Varios rasgos importantes se desprenden del cuadro. En primer lugar, que sólo un número relativamente escaso de datos agregados de la zona del euro influyen de forma significativa en los mercados de bonos alemanes. Ello se debe, probablemente, a que se publican después de que los países que participan en la UEM hayan publicado sus propios datos nacionales. Por ello, puede que se considere que los datos de la zona tienen un valor informativo adicional bastante reducido. En segundo lugar, que la reacción generalmente moderada de los mercados de renta fija a los datos del índice de precios de consumo alemán podría atribuirse al hecho de que los datos regionales ya se han publicado, lo que significa que los datos nacionales contienen menos «novedades» para los participantes en el mercado. En tercer lugar, que los indicadores nacionales de clima empresarial procedentes de las encuestas suelen influir considerablemente en el rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo. En teoría, los precios de los activos incorporan, entre otras cosas, una perspectiva de futuro, es decir, el entorno macroeconómico futuro reflejado en la percepción de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento y de inflación. En consecuencia, no se puede descartar que estos indicadores lleven a los inversores a revisar sus expectativas, con el consiguiente impacto significativo en los mercados de renta fija.

La influencia de los datos macroeconómicos publicados puede variar a lo largo del tiempo. La sensibilidad a estas noticias puede cambiar por distintas razones. En primer lugar, si la interpretación de los datos puntuales (*soft data*) de las encuestas difiere notablemente de los datos de series históricas (*hard data*), ello puede ser debido a que los participantes en el mercado conceden mayor importancia a los primeros, que pueden proporcionar una información con una mayor perspectiva de futuro, que a los datos macroeconómicos sobre la evolución pasada de la actividad económica. Especialmente en períodos de incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento económico, la publicación de los principales indicadores de la evolución futura de la actividad económica puede influir en el mercado más que en otras situaciones. En segundo lugar, los responsables de la política económica pueden mostrar, en determinados momentos, una preferencia por uno o varios indicadores macroeconómicos a la hora de adoptar decisiones, lo que puede originar una fuerte respuesta transitoria de los precios de los activos financieros a la publicación de estos datos. En el gráfico se intenta reflejar tales cambios de sensibilidad a los datos.

### Rendimiento intradía de los mercados de bonos alemanes y elemento sorpresa de la encuesta del IFO

(coeficiente de correlación 1999-2005: -0,5)



Nota: El elemento sorpresa se define como la diferencia entre los resultados de la encuesta mensual del IFO y las cifras esperadas por los participantes en el mercado recogidas en la encuesta de Bloomberg, dividida por la desviación típica. El rendimiento de los bonos se calcula como la tasa de variación de los precios en un intervalo comprendido entre los 10 minutos anteriores y los 15 minutos posteriores a la publicación de los datos del IFO. La línea horizontal de cifras en la parte superior del gráfico representa el coeficiente de correlación anual entre las dos variables. Dada la relación inversa entre los precios y el rendimiento, un cifra intradía positiva significa que el rendimiento de los bonos ha disminuido. La cifra correspondiente a mayo del 2000 no se incluye porque los datos del IFO se publicaron a la apertura del mercado de bonos alemanes, por lo que no fue posible calcular adecuadamente las variaciones de precios.

El gráfico muestra, por un lado, la diferencia entre la cifra observada y la cifra esperada de la encuesta sobre el clima empresarial realizada por el IFO y, por otro, la tasa de variación intradía de los precios de los bonos alemanes a diez años que se produce en un brevísimo intervalo de tiempo en torno a la publicación (un signo positivo indica que el rendimiento de los bonos ha disminuido y viceversa). La línea horizontal de cifras en la parte superior del gráfico representa el coeficiente de correlación anual entre las dos variables. El gráfico pone de manifiesto que, en los dos últimos años del periodo muestral, un dato del IFO más alto de lo previsto provocó generalmente una importante reacción negativa (positiva) del precio (rendimiento) de los bonos alemanes, tal y como sugiere la teoría. Sin embargo, no se observa siempre una relación negativa tan acusada.

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

*En enero del 2006, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a incrementarse, mientras que la mayor parte de los tipos a largo plazo prácticamente no registró variaciones, en consonancia con los tipos de interés de mercado.*

En enero del 2006, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras se elevó en comparación con el mes precedente, tras la subida de los tipos de interés oficiales del BCE en diciembre del 2005 (véanse cuadro 4 y gráfico 13). El tipo de interés aplicado a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, sin fijación del tipo y un período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año, que descendió ligeramente en el citado período, constituyó una excepción. En general, el incremento de la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM en enero fue superior al observado en el tipo de interés a tres meses del mercado monetario durante el mismo período. Este fue es-

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados<sup>1,2)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta ene 2006		
	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Dic	2006 Ene	2005 Ene	2005 Sep	2005 Dic
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,95	1,92	1,94	1,97	2,14	2,31	37	34	17
A plazo a más de dos años	2,31	2,38	2,21	2,06	2,21	2,44	2	38	23
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,00	1,96	2,17	2,02	1,98	1,98	0	-4	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,47	2,38	2,29	2,30	2,31	-18	2	1
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,92	0,94	0,92	0,96	1,02	1,05	12	9	3
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,08	2,00	2,01	2,04	2,26	2,27	23	23	1
A plazo a más de dos años	3,46	3,34	3,63	2,98	3,53	3,41	18	43	-12
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,74	6,62	6,61	6,96	6,73	7,03	6	7	30
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,44	3,42	3,35	3,32	3,48	3,57	14	25	9
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,50	4,35	4,15	3,99	4,02	4,11	-32	12	9
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,25	5,26	5,13	5,13	5,13	5,23	-11	10	10
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,98	3,91	3,88	3,81	3,99	4,07	9	26	8
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,44	4,33	4,20	4,04	4,07	4,10	-35	6	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,05	3,01	2,94	2,94	3,20	3,18	16	24	-2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,06	4,04	3,89	3,87	3,95	3,95	-1	8	0
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,17	2,14	2,11	2,14	2,47	2,51	36	37	4
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,36	2,49	2,07	2,21	2,80	2,86	47	65	6
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	2,93	3,08	2,58	2,60	3,07	3,10	18	50	3

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.

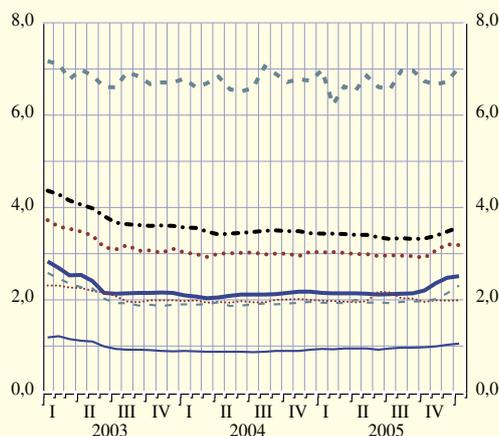
pecialmente el caso de los tipos aplicados a los préstamos a hogares para consumo, sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año, que aumentaron unos 30 puntos básicos.

Si se considera un período algo más prolongado, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los depósitos y a los préstamos de los hogares y de las sociedades no financieras se ha incrementado levemente desde septiembre del 2005, en consonancia, en gran medida, con la subida de los tipos de interés del mercado monetario. El tipo aplicado a los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares, que se redujo ligeramente, ha sido una excepción reseñable.

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

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



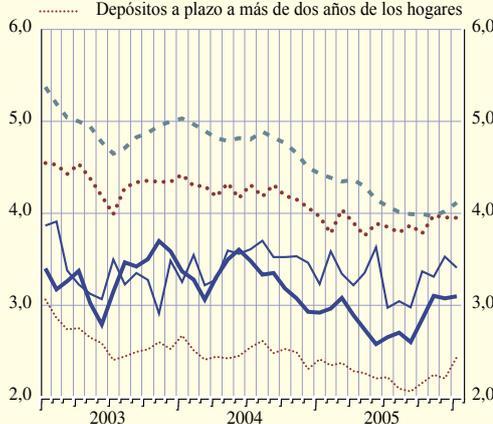
Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- ..... Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- ..... Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares



Fuente: BCE.

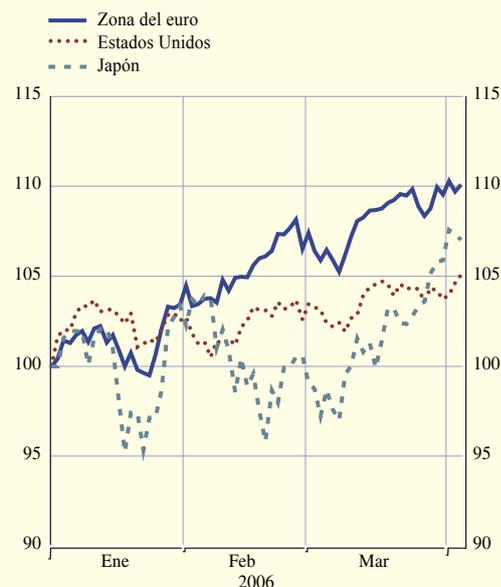
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los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

En enero del 2006, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM prácticamente no registró variaciones o se incrementó ligeramente, en consonancia con los tipos de mercado. Hubo dos excepciones reseñables, a saber, el tipo de interés aplicado a los depósitos a más de dos años de los hogares, que aumentó unos 23 puntos básicos, y el aplicado a los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras que, aunque se redujo 12 puntos básicos, continúa dentro de la banda de fluctuación observada para este tipo en los últimos meses (véase gráfico 14).

Desde septiembre del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los hogares y a las sociedades no financieras ha aumentado entre 5 y 40 puntos básicos. La subida más significativa correspondió a los tipos aplicados a los depósitos hasta un año de los hogares y de las sociedades no financieras. Dado que, en general, estos aumentos han sido inferiores a los observados en los tipos de mercado similares, los diferenciales de la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM han tendido a disminuir desde el citado mes.

Gráfico 15 Índices bursátiles

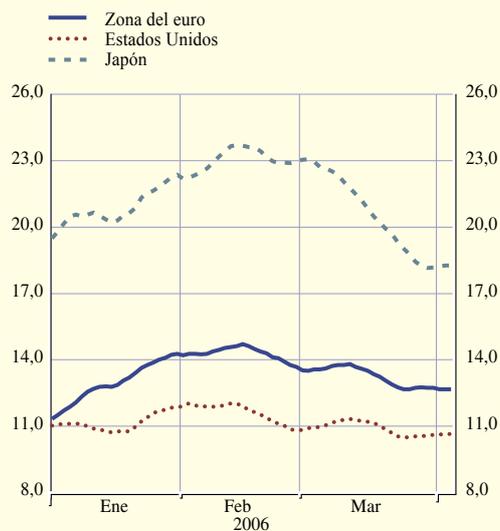
(índice: 1 diciembre 2005 = 100; datos diarios)



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.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales continuaron aumentando en marzo y principios de abril, en un entorno de elevados beneficios empresariales y de mejores perspectivas de crecimiento económico en las principales economías. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó en la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

En marzo y principios de abril, las cotizaciones bursátiles continuaron su evolución al alza en las principales economías (véase gráfico 15). Las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, se incrementaron aproximadamente el 3% entre finales de febrero y el 5 de abril, mientras que las de Estados Unidos y Japón, medidas por el índice Standard & Poor's 500 y el índice Nikkei 225, se elevaron el 2% y el 6%, respectivamente. Al mismo tiempo, la incertidumbre en esos mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, disminuyó ligeramente y continuó en niveles relativamente bajos en términos históricos (véase gráfico 16).

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles siguieron sustentándose en el relativamente sólido crecimiento de los beneficios publicados en marzo que, desde el punto de vista de los inversores, compensaron con creces los efectos del incremento de los rendimientos de los bonos reales a largo plazo durante el período de referencia. Ese mes, Thomson Financial Datastream indicó que, en los próximos 12 meses, los analistas esperaban un crecimiento del 12% de los beneficios por acción de las empresas incluidas

en el índice Standard & Poor's 500. La decisión adoptada el 28 de marzo por la Reserva Federal de aumentar de nuevo los tipos de interés de los fondos federales tuvo un efecto limitado sobre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos.

En marzo y principios de abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro continuaron con la evolución relativamente intensa de los meses anteriores, demostrando ser bastante resistentes al incremento paralelo del rendimiento de los bonos reales a largo plazo. Las cotizaciones de la zona del euro parecieron beneficiarse de la percepción de los participantes en el mercado de unas perspectivas más favorables para la economía de la zona que las previstas anteriormente. Además, el relativamente elevado crecimiento de los beneficios observados y esperados de las sociedades de la zona siguió respaldando las cotizaciones bursátiles. En marzo, Thomson Financial Datastream señaló que la tasa de crecimiento de los beneficios observados de las empresas que cotizan en el índice Dow Jones EURO STOXX había aumentado el 18%, aproximadamente. La elevada rentabilidad empresarial en los últimos trimestres podría estar relacionada, en cierta medida, con la actividad en materia de fusiones y adquisiciones, ya que algunas empresas han recurrido al efectivo para financiar sus actividades. A este respecto, el aumento de las fusiones y adquisiciones registradas y previstas también causó un impacto en las cotizaciones de la zona del euro, ya que las cotizaciones agregadas tienden a beneficiarse de los anuncios de adquisiciones de empresas.

En cuanto a la evolución de las cotizaciones bursátiles por sectores, el sector de atención sanitaria fue el que más se benefició del aumento de las fusiones y adquisiciones al que se ha aludido anteriormente. Además, los sectores tecnológico, de telecomunicaciones, de bienes de consumo e industrial también superaron los resultados del índice Dow Jones EURO STOXX general. Los datos procedentes de encuestas que apuntan a una mejora de las perspectivas para la economía de la zona del euro causaron un efecto especialmente positivo en las cotizaciones de los sectores de bienes de consumo e industrial.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según las estimaciones, la inflación se situó en el 2,2% en marzo del 2006. Aunque las presiones inflacionistas internas se mantienen en una senda moderada, persisten las fuertes presiones de los precios de las materias primas y se espera que seguirán influyendo en las perspectivas de inflación a corto plazo. Asimismo, cabe esperar que las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos incidan de forma significativa en la inflación en el 2006 y 2007. Se considera que existen riesgos alcistas para las perspectivas de inflación, especialmente en relación con los precios de las materias primas y su transmisión a los precios de consumo, de la que ya ha comenzado a observarse alguna señal en las últimas fases de la cadena de producción. También existen riesgos relacionados con nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, sobre todo, con un mayor crecimiento de los precios y salarios, como resultado de efectos secundarios derivados de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE MARZO DEL 2006

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se redujo hasta el 2,2% en marzo, desde el 2,3% de febrero (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes del IAPC de marzo, el descenso de la tasa de variación interanual del índice general puede haber sido determinado, en parte, por la evolución de los precios de la energía.

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA FEBRERO DEL 2006

La inflación medida por el IAPC general disminuyó ligeramente en febrero, hasta el 2,3%, desde el 2,4% del mes precedente. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la reducción de la inflación en los precios de la energía, y también, en cierta medida, del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados.

En febrero, la tasa de variación interanual de los precios energéticos disminuyó 1,1 puntos porcentuales, hasta el 12,5%, debido a la reducción de los precios del petróleo registrada durante el mismo mes. Las tasas de variación interanual de la mayor parte de los componentes de precios energéticos experimentaron un descenso generalizado. Los precios de los alimentos no elaborados aumentaron en febrero en tasa intermensual, aunque en menor medida que en enero en tasa interanual. La evolución de estos dos componentes del índice general fue resultado de efectos de base favorables. Por lo que se refiere a los

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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

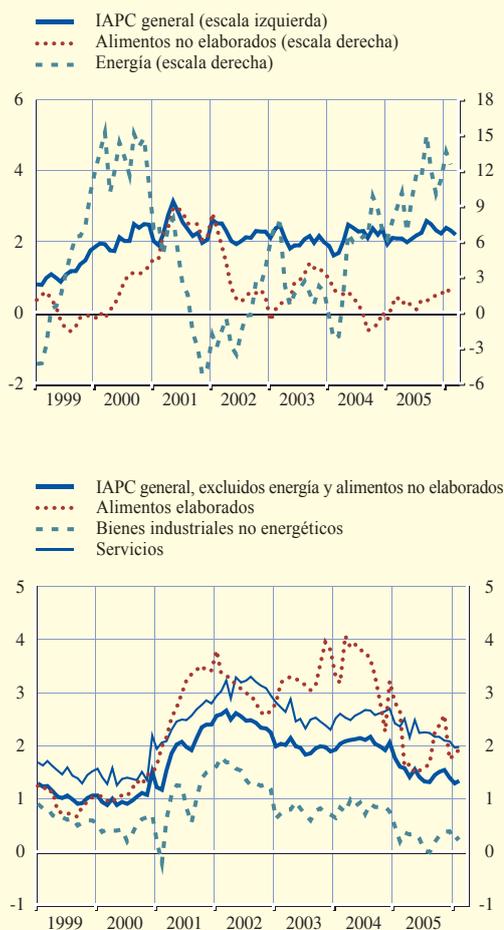
1) la inflación medida por el IAPC de marzo del 2006 corresponde a una estimación preliminar del Eurostat.

precios de los alimentos no elaborados, hasta el momento no parecen existir evidencias de que la gripe aviar pueda haber influido directamente en los precios de los alimentos en la zona del euro. No obstante, es posible que se observe algún efecto en los próximos meses, lo que podría suponer un ligero riesgo alcista, especialmente para los precios de los alimentos no elaborados.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en el 1,3% en febrero, como consecuencia de la estabilidad general de las respectivas tasas de todos sus componentes. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó ligeramente, hasta el 1,9%, en comparación con el 1,8% de enero, mientras que la inflación en los precios de los servicios permaneció sin cambios en el 2%. Los precios de los bienes industriales no energéticos registraron una tasa de variación interanual levemente más alta, del 0,3%, frente al 0,2% de enero, siguiendo la pauta de reducidos aumentos observada desde comienzos del año pasado (véase gráfico 17). Hasta el momento no se han apreciado importantes efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo en los bienes de consumo. Ello puede atribuirse, en cierta medida, a la combinación de un fuerte competencia internacional y de un consumo relativamente moderado, que han contribuido a evitar que un incremento de los costes de los bienes intermedios se traduzca en un aumento de los precios de los bienes de consumo.

**Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

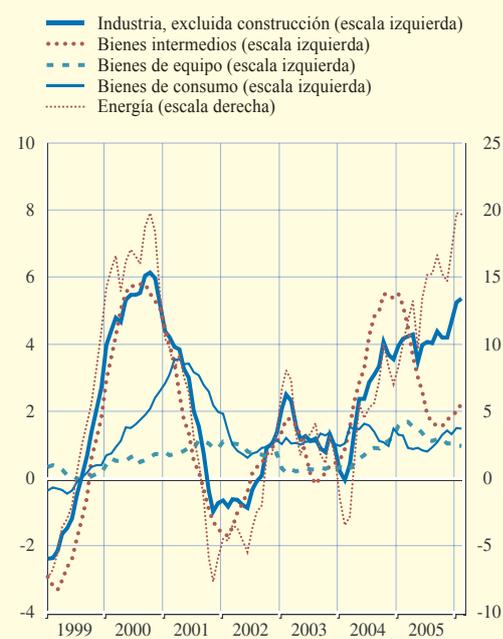
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, volvió a subir en febrero, hasta el 5,4%, desde el 5,2% de enero (véase gráfico 18). Este ascenso fue resultado, fundamentalmente, de un nuevo incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios, hasta el 2,2%, desde el 2% de enero. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, aumentó nuevamente, hasta el 1,7%, desde el 1,6% del mes precedente. Dado que los precios industriales de los bienes intermedios están estrechamente relacionados con la evolución de los precios de las materias primas industriales, y que éstos han venido subiendo desde finales del 2004, los precios industriales de los bienes intermedios pueden verse sometidos a nuevas presiones al alza en los próximos meses.

En tasa interanual, los precios industriales de la energía registraron un leve descenso en febrero, hasta el 19,7%, desde el 19,8% de enero. En tasa intermensual, experimentaron un aumento del 1%,

**Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales**

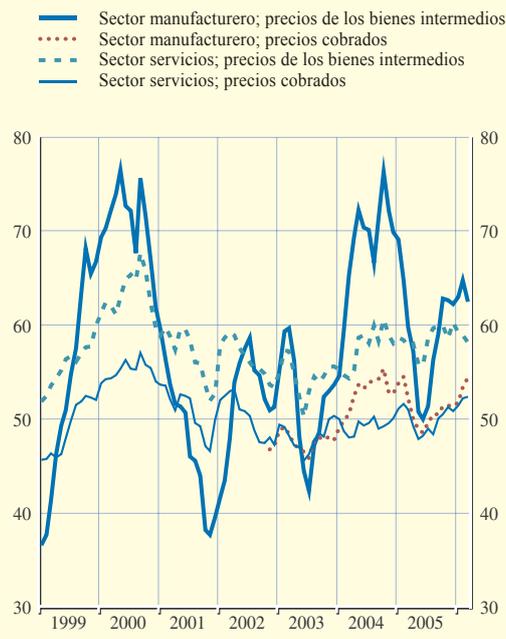
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

mucho menor que el máximo del 4% alcanzado el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de la reducción de los precios del petróleo observada en febrero.

Los precios industriales de los bienes de consumo se incrementaron un 0,2% en tasa intermensual, mientras que su tasa de variación interanual se mantuvo en el 1,5%, sin cambios con respecto a enero. El leve repunte de la tasa de variación interanual registrado recientemente sugiere que las presiones sobre los precios de la energía pueden haber comenzado a trasladarse, en parte, a las fases finales de la producción. Por otro lado, las presiones sobre los precios industriales de los bienes intermedios podrían, a su vez, ejercer también presiones al alza sobre los precios industriales de los bienes de consumo. Por último, en febrero la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo experimentó un aumento moderado, situándose en el 1%, el mismo nivel que el mes precedente.

En marzo, los indicadores de precios de las encuestas sugerían que la inflación en los precios de los bienes intermedios disminuyó en el sector servicios y, especialmente, en el sector manufacturero (véase gráfico 19). El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero, bajó hasta 62,5 en marzo, como resultado, posiblemente, de la estabilidad de los precios de la energía observada en febrero y marzo. Sin embargo, el nivel del índice seguía siendo elevado, lo que apuntaba a una pronunciada subida de los precios de los bienes intermedios, que habría de asociarse, probablemente, al reciente repunte de los precios de las materias primas industriales. El correspondiente indicador de precios de los servicios volvió a bajar en marzo, hasta 58,1, con respecto al máximo alcanzado en diciembre, manteniéndose en un nivel

próximo a 60, lo que sugiere que los precios de los bienes intermedios han permanecido relativamente estables en los últimos meses, aunque claramente por encima de 50, valor indicativo de la ausencia de cambios. Los indicadores de precios de venta apuntaban a un mayor aumento de los precios cobrados en los sectores de servicios y de manufacturas durante tres meses consecutivos, lo que sugiere que las empresas están trasladando el incremento de los costes de los bienes intermedios a los precios finales de producción.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora del sector empresarial no agrícola de la zona del euro se elevó ligeramente, situándose en el 2,4% en el cuarto trimestre del 2005, frente al 2,3% del trimestre anterior (véase cuadro 6). En conjunto, descontando el ascenso transitorio registrado en el primer trimestre del 2005, la tasa de variación interanual de la serie se ha ido estabilizando en torno al 2,5% desde el segundo semestre del 2004. Por sectores, el crecimiento de los costes laborales por hora se redujo ligeramente en la industria en el último trimestre del 2005, mientras que repuntó levemente en los servicios de mercado. En el recuadro 3 se ofrece un análisis más detallado de la evolución reciente de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro por ramas de actividad.

#### Recuadro 3

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS Y DE LOS COSTES LABORALES DE LA ZONA DEL EURO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

A la hora de realizar un seguimiento de la evolución de los salarios y de los costes laborales de la zona del euro, también es útil examinar las presiones salariales por ramas de actividad. En la medida en que existen efectos de contagio entre sectores, el análisis por ramas de actividad puede proporcionar señales anticipadas de la posible formación de presiones salariales en toda la economía o, al menos, una visión más precisa de partes de la economía en las que podrían estar desarrollándose efectos secundarios y/o presiones salariales más generales.

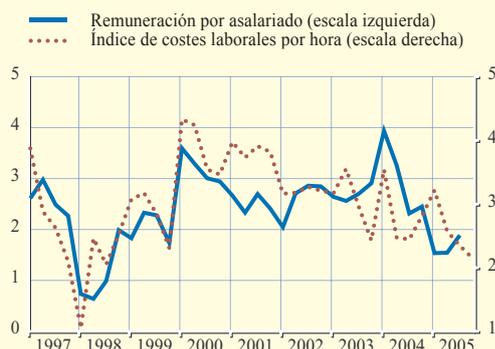
#### Evolución de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado

Es necesario contrastar la información procedente de cualquiera de los indicadores de evolución salarial con la que ofrecen otros indicadores, para evitar extraer conclusiones erróneas, en razón de la volatilidad posiblemente engañosa de una determinada serie. En términos de evolución por ramas de actividad, los dos conjuntos de series utilizados para la zona del euro son las series relativas a la remuneración por asalariado (RPA) y al índice de costes laborales por hora (ICL), ambas por ramas de actividad. Es de esperar que se observen diferencias entre las series de RPA y de ICL, debido principalmente al hecho de que el ICL se basa en datos por hora, mientras que la RPA se calcula en términos de asalariados. En consecuencia, las variaciones en las horas trabajadas pueden abrir una brecha entre las dos series. Por ejemplo, una reducción de las horas trabajadas por asalariado supondría *ceteris paribus* una menor tasa de crecimiento de la RPA en comparación con el ICL.

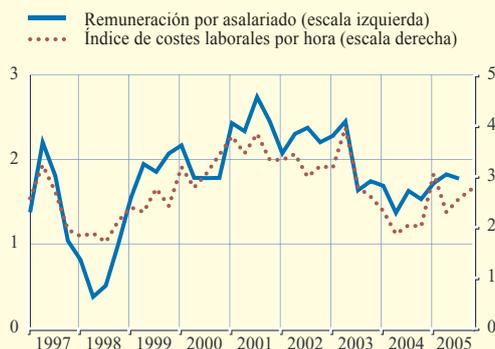
## Gráficos A-B Evolución de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

### A Industria excluida construcción



### B Servicios de comercio, hostelería y transporte<sup>1)</sup>



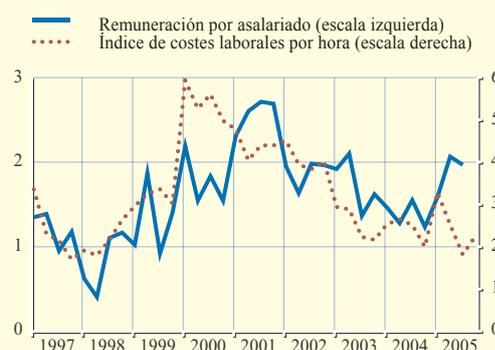
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también reparaciones, restaurantes, almacenamiento y comunicaciones.

## Gráfico C Evolución de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

### C Intermediación financiera y actividades inmobiliarias<sup>1)</sup>



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también actividades de alquiler y servicios prestados a las empresas.

En los gráficos A y B se comparan las respectivas series relativas a la industria excluida la construcción (que representaba el 23,4% de la remuneración total de los asalariados en el 2004) y a un subsector de servicios, concretamente los de comercio, hostelería y transporte (que constituía el 20,9% de la remuneración total de los asalariados en el 2004). Estas ramas de actividad corresponden a los mayores niveles disponibles de desagregación de los datos de remuneración por asalariado.

Los gráficos indican que todas las series muestran cierta volatilidad, si bien la evolución a medio plazo de ambos indicadores es, en general, similar dentro de un mismo sector. En la industria excluida la construcción (gráfico A), desde el año 2000 se viene observando una desaceleración del crecimiento salarial, que parece haberse mantenido en los últimos trimestres, como resultado,

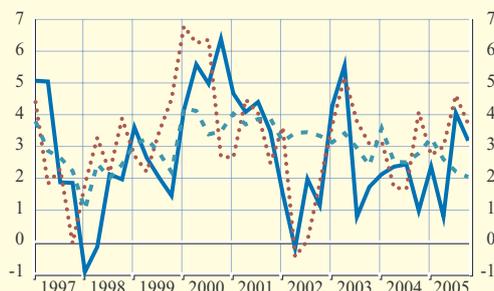
posiblemente, de las fuertes presiones originadas en este sector por la competencia exterior de países con bajos costes. Para los servicios de comercio, hostelería y transporte (gráfico B), las series sugieren una desaceleración del crecimiento salarial desde el 2001 hasta mediados del 2004, y cierta corrección de este perfil en fechas posteriores. Sin embargo, dada la volatilidad de las series, parece que es demasiado pronto para hablar de un repunte. Por lo que se refiere a la evolución de los costes laborales en el sector de intermediación financiera y actividades inmobiliarias (gráfico C), las series de ICL, más suaves, apuntan a una estabilización de la moderación salarial desde el 2004, mientras que la serie de RPA para este sector sugiere cierto aumento del crecimiento salarial en los últimos trimestres.

**Gráficos D-E Series de costes laborales por hora por actividades económicas**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

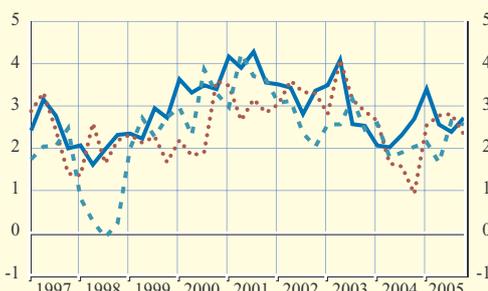
**D Detalle de la industria excluida construcción**

- Industrias extractivas
- ..... Producción y distribución de electricidad, gas y agua
- - - Industria manufacturera



**E Detalle de los servicios de comercio, hostelería y transporte<sup>1)</sup>**

- Comercio
- ..... Transporte, almacenamiento y comunicaciones
- - - Hostelería



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también reparaciones, restaurantes, almacenamiento y comunicaciones.

Nuevamente, hay que advertir que la evolución a corto plazo ha de valorarse con cautela, debido a la volatilidad de las series.

**Mayor desagregación de los costes laborales por hora**

También son útiles los datos del ICL que ofrecen una mayor desagregación, aunque no hay que olvidar que unos datos más desagregados son más propensos a la volatilidad. Los gráficos D, E y F desglosan con más detalle las series presentadas en los gráficos A, B y C.

En la industria excluida la construcción (gráfico D), el crecimiento de los costes laborales en la industria manufacturera se ha ido moderando suavemente desde el 2001, mientras que parece haber repuntado en los últimos trimestres en los otros dos componentes (industrias extractivas, y producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua), que son, sin embargo, mucho más volátiles, lo que dificulta la determinación de tendencias.

Respecto al grupo de servicios de mercado recogidos en el gráfico E, la estabilización y el ligero repunte de la tasa de crecimiento observado recientemente son comunes al comercio y a la hostelería, mientras que en el transporte, el almacenamiento y las comunicaciones la tasa de crecimiento de los costes laborales parece estar aumentando, compensando ampliamente el descenso registrado en el 2003 y 2004. Por último, como se aprecia en el gráfico F, el crecimiento de los costes laborales parece haberse estabilizado desde el 2004 en los otros dos subsectores

**Gráfico F Series de costes laborales por hora por actividades económicas**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

**F Intermediación financiera y actividades inmobiliarias<sup>1)</sup>**

- Intermediación financiera
- ..... Actividades inmobiliarias, de alquiler y servicios prestados a las empresas



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

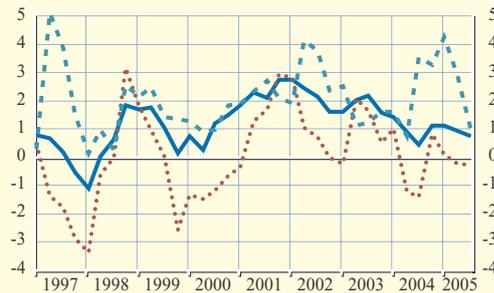
1) Incluye también actividades de alquiler y servicios prestados a las empresas.

## Gráficos G-H Evolución de los costes laborales unitarios por ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

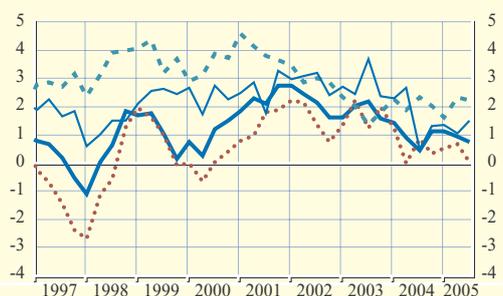
### G Industria

— Total  
- - - Industria excluida construcción  
- - - Construcción



### H Servicios

— Total  
- - - Comercio, hostelería y transporte  
- - - Intermediación financiera y actividades inmobiliarias  
— Servicios no de mercado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las categorías representadas corresponden a las ramas de actividad de la NACE 1.1: total (A-P), agricultura (A-B), industria excluida construcción (C-E), construcción (F), comercio, hostelería, transporte (G-I), intermediación financiera y actividades inmobiliarias (J-K), servicios no de mercado (L-P).

de servicios de mercado (intermediación financiera, y actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios prestados a las empresas), aunque el primero parece ser proclive a una mayor volatilidad que el segundo.

### Costes laborales unitarios por ramas de actividad

Para valorar las presiones inflacionistas, es preciso examinar la evolución del crecimiento salarial junto al comportamiento de la productividad, es decir, en términos de evolución de los costes laborales unitarios. Los gráficos G y H indican que todos los sectores considerados han presentado un perfil general común de moderación del crecimiento de los costes laborales unitarios desde el 2001. Con un mayor grado de detalle, el crecimiento de estos costes ha sido menor en la industria excluida la construcción y en los servicios de comercio, hostelería y transporte que en el resto de la economía. Por el contrario, el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido más pronunciado en los sectores de la construcción, la intermediación financiera y los servicios no de mercado. Ello es reflejo, en parte, de la distinta evolución de la productividad en estos sectores<sup>1</sup>.

En cuanto a los servicios no de mercado, sector relativamente aislado de la competencia y la globalización de los mercados, se ha observado una desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios desde el 2003. Aunque el componente más importante de este sector es el empleo público, que se caracteriza a menudo por la posición relativamente fuerte de los sindicatos en las negociaciones salariales, esta desaceleración apunta a cierto ajuste hacia la tendencia de mercado, posiblemente relacionada, en parte, con la situación presupuestaria relativamente débil de varios países de la zona del euro.

En conclusión, el anterior análisis parece confirmar la opinión de que no se ha producido hasta el momento un repunte significativo del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro y que

<sup>1</sup> Para más detalles sobre la evolución de la productividad por ramas de actividad en el sector servicios de la zona del euro, véase el recuadro 4 del presente Boletín Mensual.

no se han desarrollado importantes presiones inflacionistas en el mercado de trabajo de la zona. En algunos de los sectores de servicios de mercado, como los de comercio, hostelería y transporte, y en cierta medida en los sectores de intermediación financiera y actividades inmobiliarias, el crecimiento salarial ha experimentado un repunte en el 2005, aunque la evolución de la productividad ha frenado hasta ahora el crecimiento de los costes laborales unitarios. Finalmente, dado que los datos más desagregados suelen estar sujetos a una mayor volatilidad, por lo que han de ser revisados, es todavía demasiado pronto para determinar si el reciente aumento del crecimiento salarial en algunos sectores representa una fluctuación transitoria o una tendencia más persistente.

Unida a otros indicadores disponibles de costes laborales, la información citada anteriormente pone de manifiesto la contención salarial observada en el 2005 (véase gráfico 20), reflejo de la situación interior del mercado de trabajo de la zona del euro y de la competencia exterior de países con bajos costes. La tasa de crecimiento interanual del indicador de salarios negociados de la zona del euro permaneció en el 2,1% en el 2005, nivel similar al registrado en el 2004. La información disponible sobre la evolución de la remuneración por asalariado confirma también la tendencia decreciente estable que los costes laborales vienen mostrando, en general, desde comienzos de la década de los años 2000, aunque siguen manteniendo una moderada tasa de crecimiento. La tasa de crecimiento interanual del índice general de remuneración por asalariado ha estado oscilando en torno al 1,5% desde mediados del 2004, mientras que, por sectores, los salarios han seguido experimentando un mayor crecimiento en la industria que en los servicios (véase gráfico 21).

Considerando que se espera un repunte del crecimiento de la productividad en el segundo semestre del 2005, el crecimiento de los costes laborales unitarios habría permanecido también en una senda moderada en ese período, conteniendo así las presiones inflacionistas del mercado de trabajo. Se dispone de datos sobre los costes laborales unitarios de la zona del euro hasta el tercer trimestre del 2005. La evolución moderada de los costes laborales, unida a la recuperación del crecimiento de la productividad, ha propiciado la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que se situó en el 0,7% en el tercer trimestre del 2005. Hasta el momento, no se han observado presiones inflacionistas significativas derivadas de la evolución de los salarios de la zona del euro.

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

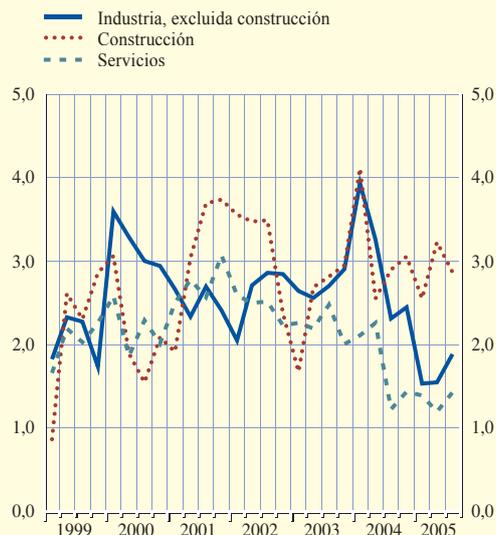
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Aunque las presiones inflacionistas internas siguen siendo moderadas, perduran las fuertes presiones externas generadas por los precios de las materias primas. Cabe esperar que la inflación se mantenga por encima del 2% en el corto plazo y que las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos influyan de forma significativa en la evolución de los precios en el 2006 y 2007. Se considera que existen riesgos alcistas para la inflación, especialmente en relación con futuros aumentos de los precios de las materias primas, y también con la posibilidad de que se acentúen los efectos indirectos de las anteriores subidas de estos precios sobre los de otros bienes, que ya han empezado a vislumbrarse en las fases finales de la cadena de producción. Otros riesgos alcistas se derivan de un crecimiento salarial mayor de lo previsto, posiblemente debido a los efectos secundarios de los anteriores incrementos de los precios del petróleo, así como de nuevos aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras la atonía observada en el último trimestre del 2005, es probable que la actividad económica se fortalezca en el 2006, como sugieren distintos indicadores económicos desde comienzos de año. Existen, asimismo, señales provisionales de mejora en el mercado de trabajo. Además, la zona del euro disfruta de un entorno económico exterior y de unas condiciones de financiación favorables. Aunque los riesgos para las perspectivas económicas parecen estar, en general, equilibrados en el corto plazo, en el largo plazo éstas siguen estando sometidas a riesgos derivados de los desequilibrios mundiales y de la incertidumbre en torno a la evolución de los precios.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

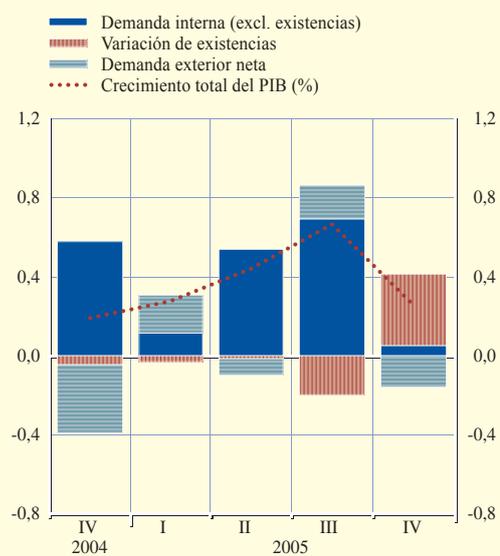
Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2005, en consonancia con la estimación preliminar. Este aumento fue continuación del crecimiento intertrimestral del 0,7% registrado en el trimestre anterior, cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales con respecto a la estimación inicial (véase gráfico 22).

El menor crecimiento en el cuarto trimestre parece ser, en parte, una corrección del intenso crecimiento registrado de forma inesperada en el tercer trimestre, encontrándose su explicación en el descenso del crecimiento del consumo y en la contribución negativa de la demanda exterior neta. Tras recuperarse en el tercer trimestre, el consumo privado se redujo un 0,2% en términos intertrimestrales. La contribución negativa de la demanda exterior neta se debió a una desaceleración más pronunciada de las exportaciones que de las importaciones. El menor crecimiento de las exportaciones fue consecuencia de una corrección de la sólida expansión de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre y de la caída observada en octubre. El nuevo repunte de las exportaciones apreciable a partir de noviembre sugiere que la desaceleración debería considerarse transitoria. El crecimiento de la inversión siguió siendo relativamente dinámico, sostenido, lo que indica de nuevo que, posiblemente, el descenso del crecimiento del producto real en el cuarto trimestre haya sido transitorio.

La variación de existencias también contribuyó de forma positiva al crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre, lo que puede ser reflejo de la desaceleración de la demanda interna. En este sentido, no puede descartarse que se produzca en estos momentos una nueva revisión de las existencias, ya que éstas se calculan como residuo, lo que también incorpora una discrepancia estadística resultante de la utilización del método de índices encadenados en las cuentas nacionales (véase el recuadro 5 del Boletín Mensual de diciembre del 2005, titulado «Mejoras en las cuentas nacionales y en el PIB real de la zona del euro»). Considerando las últimas estimaciones de las cuentas nacionales de los distintos países (que no se incluyeron en la primera estimación para la zona del euro), serían de esperar nuevas revisiones del crecimiento

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.

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

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



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

de los componentes del gasto, entre las que se encontrarían, probablemente, una revisión al alza del crecimiento del consumo privado y una corrección a la baja del crecimiento de la inversión. Además, algunos indicadores recientes del gasto de los hogares, que son positivos, sugieren que el debilitamiento del consumo fue transitorio.

### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Con respecto a la composición por sectores del crecimiento del PIB real de la zona del euro, los datos de valor añadido para el cuarto trimestre del 2005 indican que se ha registrado una desaceleración de la actividad tanto en los servicios como en la industria. La actividad industrial se vio limitada por el menor crecimiento de las exportaciones y, al mismo tiempo, respaldada por la resistencia de la construcción. Sin embargo, el crecimiento del valor añadido en la industria continuó superando el de los servicios a finales del 2005. Con todo, por lo que se refiere al conjunto del año, la expansión del valor añadido en los servicios fue, en cierta medida, más rápida que en la industria.

En enero del 2006, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) se incrementó un 0,1%, en tasa intermensual. En ese mismo mes se registró una disminución en la energía y en la producción de bienes de consumo. En el caso de esta última rama de actividad, la información más detallada muestra que la evolución negativa fue consecuencia de una reducción de la producción de bienes de consumo no duradero, cuya contribución fue sustancialmente mayor que el incremento de la producción de bienes de consumo duradero. En contraposición, aumentó la producción tanto de bienes intermedios como de bienes de equipo, observándose en esta última el crecimiento más pronunciado. En términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción y la energía) se elevó hasta el 0,8% en enero (véase gráfico 23).

Las últimas cifras de nuevos pedidos apuntan al mantenimiento de una actividad sólida a principios de año. Aunque los nuevos pedidos industriales de la zona del euro cayeron en enero un 6%, en términos intermensuales, esta caída se produjo tras las subidas del 4,9% y del 5,4% observadas en noviembre y diciembre, respectivamente. En términos de medias mensuales de tres meses, el índice se incrementó un 6,7% en enero. Las cifras correspondientes a ese mes estuvieron muy influidas por la petición errática de material de transporte pesado. Si se excluye el material marítimo, ferroviario y aeroespacial, los nuevos pedidos industriales crecieron un 0,2%, en tasa intermensual.

Desde una perspectiva a más largo plazo, se suele considerar que uno de los factores que dificultan el crecimiento en la zona del euro es la limitada competencia en los servicios, que, a su vez, tiene un efecto adverso sobre el crecimiento de la productividad del sector. En el recuadro 4, titulado «La evolución de la productividad del trabajo y de los precios en el sector servicios de la zona del euro: el papel de la competencia», se analizan los determinantes de la productividad laboral en el sector servicios de la zona y se hace hincapié en que una mayor competencia en los servicios contribuiría a aumentar la eficiencia y la flexibilidad, y por lo tanto, la productividad.

Otro factor está relacionado con las restricciones a la libre circulación de trabajadores en la Unión Europea. A este respecto, en el recuadro 5, titulado «Circulación transfronteriza de trabajadores en la UE ampliada», se analizan las distintas experiencias de la emigración transfronteriza tras la ampliación de la UE en mayo del 2004.

**Recuadro 4**
**LA EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y DE LOS PRECIOS EN EL SECTOR SERVICIOS DE LA ZONA DEL EURO: EL PAPEL DE LA COMPETENCIA**

La limitada competencia en el sector servicios de la zona del euro suele considerarse uno de los factores que dificultan el crecimiento de la productividad del trabajo y que contribuye, en parte, a la existencia de una inflación más alta en los servicios que en las manufacturas. Por ello, un objetivo fundamental de la estrategia de Lisboa es conseguir una mayor competencia en los mercados de servicios. En este recuadro se analiza el efecto de la competencia sobre la productividad del trabajo y sobre los precios en el sector servicios de la zona del euro<sup>1</sup>.

**Productividad del trabajo**

La zona del euro y la mayoría de los países que la componen experimentaron una desaceleración, en relación con los años ochenta, en el crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada en el período comprendido entre 1991 y 2003, tanto para el total de la economía como para los servicios en su conjunto (véase cuadro A)<sup>2</sup>. En Estados Unidos, por el contrario, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo para el sector servicios repuntó considerablemente, en comparación con los años ochenta, en el período 1991-2003, superando la registrada en la zona del euro y aumentando aún más en el período comprendido entre 1996 y 2003<sup>3</sup>.

**Cuadro A Crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada**

(tasas de variación interanual)

	Total economía		Total servicios		Comercio al por mayor y al por menor		Hostelería	
	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>
1981-1990 <sup>1)</sup>	1,83	1,33	0,90	0,61	1,50	1,86	-1,59	-0,30
1991-2003 <sup>2)</sup>	1,28	1,52	0,69	1,57	1,09	3,85	-1,94	0,54
1996-2003 <sup>3)</sup>	0,95	1,75	0,59	2,33	0,71	5,49	-1,62	-0,84

	Transporte, almacenamiento y comunicaciones		Intermediación financiera		Actividades inmov., de alquiler y serv. prestados a las empresas		Activ. sociales y de serv. prestados a la comunidad, y serv. personales	
	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>
1981-1990 <sup>1)</sup>	2,76	1,72	1,83	-1,06	-0,83	-1,65	-0,17	0,05
1991-2003 <sup>2)</sup>	3,85	2,72	1,60	3,71	-1,35	-0,34	n.d.	-0,37
1996-2003 <sup>3)</sup>	4,32	2,52	2,50	5,16	-2,06	-0,13	-0,01	-0,02

Fuentes: OCDE STAN, Groningen Growth and Development Centre Database, BCN y cálculos del BCE.

1) Los agregados de la zona del euro no incluyen Grecia.

2) Los agregados de la zona del euro no incluyen Grecia. Se incluye Irlanda hasta el 2002.

3) Se incluye Irlanda sólo hasta el 2002.

4) Los datos para todos los sectores de Estados Unidos sólo abarcan hasta el 2001.

- 1 Para más información y un análisis más detallado de este tema, véase el grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de bancos Centrales, «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», ECB Occasional Paper n.º 44, abril del 2006.
- 2 Véase el artículo titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», en el Boletín Mensual de julio del 2004.
- 3 Conviene hacer hincapié en que en el cálculo del crecimiento de la productividad del trabajo y de la variación de precios en los servicios se plantean diversas cuestiones de medición que se han de tener en cuenta al interpretar los resultados y efectuar las comparaciones internacionales.

El crecimiento de la productividad del trabajo en las ramas de actividad que componen el sector servicios de la zona del euro parece caracterizarse por un alto grado de diversidad. En el comercio al por mayor y al por menor, en concreto, el incremento de la productividad del trabajo fue mucho menor en la zona del euro que en Estados Unidos, tanto en los años ochenta como en el período 1991-2003. En estas dos ramas, la brecha entre la zona del euro y Estados Unidos se ha ampliado considerablemente desde 1995, lo que se explica, en parte, por las economías de escala. El comercio al por mayor y el comercio al por menor son las ramas del sector servicios con el mayor número de empresas y el menor número de empleados por empresa de la zona del euro. Una explicación que complementa lo anterior es que el aumento de la productividad del trabajo en Estados Unidos tuvo su origen en la introducción de las nuevas tecnologías en este sector tradicionalmente intensivo en trabajo en los años ochenta y en el período comprendido entre 1991 y 2003, mientras que en la zona del euro las nuevas tecnologías se introdujeron entre seis y diez años más tarde que en Estados Unidos.

El crecimiento de la productividad del trabajo en la intermediación financiera fue también significativamente menor en la zona del euro que en Estados Unidos en el período comprendido entre 1996 y 2003. Esta diferencia radica, fundamentalmente, en las actividades auxiliares a la intermediación financiera (como la administración de mercados financieros y las actividades bursátiles por cuenta de terceros, los servicios de asesoría financiera e hipotecaria, etc.), que presentan un mayor crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos. Sin embargo, en ambas economías se produjo una notable recuperación del crecimiento de la productividad. Estos resultados se han discutido mucho en la literatura<sup>4</sup> que apunta a una mayor exposición de la intermediación financiera a la competencia internacional, en comparación con otras ramas del sector servicios, y a un uso más generalizado de tecnologías TIC.

En contraste con las dos ramas anteriores, el crecimiento de la productividad del trabajo en los transportes, el almacenaje y las comunicaciones fue más elevado en la zona del euro que en Estados Unidos (tanto en los años ochenta como en el período 1991-2003), y esta brecha se amplió en el período comprendido entre 1996 y 2003. Esta favorable evolución puede atribuirse a la mayor competencia existente en esta rama en la zona del euro, sobre todo tras la liberalización de las telecomunicaciones, que estuvo asociada, a su vez, con un aumento de la productividad y la rentabilidad, como consecuencia de una mayor eficiencia, innovación y uso de tecnologías TIC.

### **Evolución de los precios**

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa de variación de los deflatores del valor añadido para el total del sector servicios y para la mayoría de las ramas de actividad que conforman este sector se redujeron en la zona del euro en el período comprendido entre 1991 y 2003, en comparación con los años ochenta. (véase cuadro B), pero siguieron siendo más elevadas que para el total de la economía. En particular, las variaciones de los deflatores del valor añadido en los transportes, el almacenamiento y las comunicaciones se redujeron con el tiempo, lo que pudo haber estado relacionado con la mencionada apertura del transporte y las telecomunicaciones a la competencia desde la primera mitad de los años noventa en la mayoría de los países de la zona del euro. Del mismo modo, se ha observado una moderación significativa en las variaciones de los deflatores del valor añadido en la intermediación financiera y en el comercio al por mayor y al por menor de la zona del euro. No obstante, en estas últimas ramas de actividad, la caída más reciente de las variaciones de precios fue aún más pronunciada que en Estados Unidos, como consecuencia de un mejor comportamiento de la productividad.

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, M. O'Mahony y B. van Ark, «EU Productivity Performance Overview», en M. O'Mahony y B. van Ark (eds.), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective, Can Europe Resume the Catching-up Process?*, Comisión Europea, DG de Empresa, Bruselas 2003.

**Cuadro B Defactor del valor añadido**

(tasas de variación interanual)

	Total economía		Total servicios		Comercio al por mayor y al por menor		Hostelería	
	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>
1981-1990 <sup>1)</sup>	5,81	4,25	6,27	5,24	6,04	2,96	10,07	6,56
1991-2003 <sup>1)</sup>	2,10	2,12	2,49	2,55	1,93	0,48	4,67	4,39
1996-2003 <sup>2)</sup>	1,64	1,81	1,90	1,94	1,42	-0,87	4,37	5,37

	Transporte, almacenamiento y comunicaciones		Intermediación financiera		Actividades inmov. y de alquiler y serv. prestados a las empresas		Activ. sociales y de serv. prestados a la comunidad, y serv. personales <sup>3)</sup>	
	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>	Zona del euro	Estados Unidos <sup>4)</sup>
1981-1990 <sup>1)</sup>	4,66	3,68	6,29	8,48	6,39	5,89	6,50	6,26
1991-2003 <sup>1)</sup>	0,41	0,76	1,41	4,12	3,12	2,98	2,94	3,77
1996-2003 <sup>2)</sup>	-0,38	0,10	0,46	2,47	2,37	3,10	2,47	3,37

Fuentes: OCDE STAN, Groningen Growth and Development Centre Database, BCN y cálculos del BCE.

1) Los agregados de la zona del euro no incluyen Grecia ni Irlanda.

2) Los agregados de la zona del euro no incluyen Irlanda.

3) Los datos para la zona del euro sólo abarcan hasta el 2002.

4) Los datos para todos los sectores de Estados Unidos sólo abarcan hasta el 2001.

## Competencia

Los análisis efectuados en la literatura llevan a la conclusión de que la competencia constituye un factor importante para explicar tanto la evolución de la productividad del trabajo como la de los precios en el sector servicios. Se constata, por lo general, que la desregulación y la liberalización contribuyen a lograr niveles y tasas de crecimiento de la productividad del trabajo más elevados. Al mismo tiempo, suele observarse que una mayor competencia ejerce una presión a la baja sobre los costes y los precios.

Las variables que aproximan el grado de regulación indican que el entorno regulador de los países de la zona del euro ha llegado, con el tiempo, a ser más favorable a la competencia en el mercado de servicios, aunque suele ser más restrictivo que en Estados Unidos (véase cuadro C, en el que un índice más elevado señala una regulación más estricta). No obstante, los resultados difieren de una rama a otra del sector servicios. Los servicios profesionales y al por menor, por ejemplo, registraron un avance limitado en cuanto a la desregulación en el período comprendido entre mediados de los años noventa y el 2003.

Las diferencias en el grado de regulación entre países y ramas de actividad sigue siendo considerable. Algunas industrias de red (telecomunicaciones y transporte aéreo) han experimentado una notable apertura a la competencia internacional desde principios de los años noventa, aunque existe aún margen para un aumento de la competencia efectiva<sup>5</sup>.

Dada la gran importancia creciente del sector servicios en la zona del euro, resulta esencial que su evolución, incluido el grado de competencia, se vigile muy estrechamente. Las medidas encaminadas a incrementar la competencia en el mercado de servicios podrían aumentar la eficiencia económica y las economías de escala, lo que favorecería un nivel y una tasa de crecimiento más elevados de la

5 Véase R. Martin, M. Roma y I. Vansteenkiste, «Regulatory reforms in selected EU network industries», ECB Occasional Paper n.º 28, 2005.

**Cuadro C Regulación del mercado de productos<sup>1)</sup>**

	Regulación general del mercado de productos		Barreras administrativas de cada sector		Al por menor		Servicios profesionales	
	Nivel en 2003	Cambio de 1998 a 2003	Nivel en 2003	Cambio de 1998 a 2003	Nivel en 2003	Cambio de 1998 a 2003	Nivel en 2003	Cambio de 1998 a 2003
Zona del euro <sup>2)</sup>	1,5	-0,7	1,7	-0,5	2,8	-0,3	2,3	-0,3
Estados Unidos	1,0	-0,3	1,0	0,2	2,6	-	1,8	-

Fuente: OCDE.

1) Un índice más elevado indica una regulación más estricta.

2) Media simple.

productividad del trabajo en los servicios y propiciaría un mayor dinamismo económico. Además, las medidas encaminadas a incrementar la competencia en el mercado de servicios podrían tener un efecto moderador sobre las variaciones de los precios relativos en algunas ramas del sector servicios y, por lo tanto, podrían también reducir temporalmente la inflación agregada. En general, un mayor nivel de competencia en los servicios tendería a sustentar unos mercados de servicios más eficientes y flexibles, facilitar los procesos de ajuste y aumentar la capacidad de resistencia y de ajuste de la zona del euro ante perturbaciones económicas.

**Recuadro 5****CIRCULACIÓN TRANSFRONTERIZA DE TRABAJADORES EN LA UE AMPLIADA**

La libre circulación de trabajadores es uno entre los principios fundamentales del mercado interior. Sin embargo, tras la ampliación de la UE en mayo del 2004, se han impuesto una serie de restricciones temporales a la circulación de trabajadores procedentes de ocho de los diez nuevos Estados miembros de la UE (UE-10)<sup>1</sup> hacia los antiguos Estados miembros (UE-15). Estas restricciones las han aplicado la gran mayoría de los Estados miembros de la UE-15, entre los que se encuentran Bélgica, Dinamarca, Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia, en el marco de los acuerdos de transición<sup>2</sup>. Estos acuerdos pueden tener una vigencia de hasta siete años, que se divide en tres fases conforme a la fórmula «2 más 3 más 2». Está previsto que la primera fase de dos años termine el 30 de abril de 2006.

En febrero del 2006, la Comisión Europea adoptó una Comunicación para el Consejo de la UE y otras instituciones comunitarias en la que se informaba del funcionamiento de los acuerdos de transición. Sobre la base del informe, el Consejo debe analizar el funcionamiento de estos acuerdos. Tras este análisis, los Estados miembros de la UE-15 han de notificar a la Comisión, no más tarde del 30 de abril de 2006, sus intenciones con respecto a la segunda fase de los acuerdos. Si no lo hacen así, se les aplicará la legislación comunitaria sobre la libre circulación de trabajadores a partir del 1 de mayo de 2006. Se insta a todos los Estados miembros de la UE-15 que apliquen las disposiciones del Tratado relativas a la libre circulación de trabajadores a más tardar el 30 de abril de 2011.

El informe proporciona información al Consejo sobre el volumen y la estructura de la migración de trabajadores desde los nuevos países en la UE hacia los países de la UE-15. Los resultados fundamentales pueden resumirse como sigue:

1 No se han aplicado restricciones a la circulación de trabajadores de Chipre y de Malta.

2 Irlanda, Suecia y el Reino Unido decidieron no aplicar ningún acuerdo de transición. Sin embargo, cabe observar que Irlanda y el Reino Unido impusieron restricciones para acceder a su sistema de seguridad social.

3 «Report on the Functioning of the Transitional Arrangements set out in the 2003 Accession Treaty (period 1 May 2004 -30 April 2006)», Comunicación de la Comisión al Consejo, el Parlamento Europeo, el Comité Económico y Social Europeo y el Comité de Regiones, COM(2006) 48 final.

(1) En el primer trimestre del 2005, el porcentaje de trabajadores de la UE-10 en la población en edad de trabajar de la UE-15 era bastante reducido, oscilando entre el 0,1% de Francia y los Países Bajos, el 1,4% de Austria y el 2% de Irlanda. En el cuadro A también se muestra la evolución del porcentaje de trabajadores de la UE-10 en los países de la UE-15 en el 2003 y en el 2005. Los incrementos de mayor magnitud fueron de 0,7 puntos porcentuales en Austria y de 0,2 puntos porcentuales en el Reino Unido. En cuanto al conjunto de la UE-15, el porcentaje se elevó sólo 0,2 puntos porcentuales durante el período de dos años y se concedió un número considerable de permisos de trabajo a trabajadores con contratos temporales o estacionales. La Comisión observa que la inmigración procedente de países no comunitarios es, por lo general, un fenómeno más significativo que la movilidad entre países de la Unión Europea.

(2) La composición por sectores y por cualificaciones de los ciudadanos de la UE-10 residentes en países de la UE-15 sugiere que los emigrantes procedentes de la UE-10 no han desplazado a los trabajadores de la UE-15. Por el contrario, suelen desempeñar un papel complementario en los mercados de trabajo de la UE-15, pues la proporción de emigrantes con una cualificación más baja procedentes de la UE-10 residentes en los Estados miembros de la UE-15 es mucho menor y la proporción de trabajadores de la UE-10 con una cualificación intermedia es mucho más elevada que la de los ciudadanos de la UE-15 (véase cuadro B). Además, la composición por sectores de la población activa de los distintos países no se ha modificado de forma significativa entre los años 2000 y 2005.

La migración de trabajadores de la UE-10 también resultó tener un efecto positivo en las economías de la UE-15, pues ha reducido la escasez de trabajadores en determinadas áreas y ha impulsado el empleo y mejorado las finanzas públicas. En el informe se recoge que los países que no han aplicado los acuerdos de transición (Irlanda, Suecia y el Reino Unido) son optimistas sobre el efecto de la emigración procedente de la UE-10 en los mercados de trabajo de la UE.

(3) No existe una relación directa entre las restricciones temporales a la migración de trabajadores de la UE-10 y la magnitud de los flujos migratorios procedentes de esos países. No obstante, se afirma que los

#### Cuadro A Población trabajadora residente, por nacionalidad (2003 y 2005)

(en porcentaje del total de población en edad de trabajar)

País de destino	Nacionalidad			
	Extranjeros de la UE-15		Extranjeros de la UE-10	
	2003	2005	2003	2005
Bélgica	5,4	5,8	0,2	0,2
Dinamarca	1,0	1,1	.	.
Alemania	2,7	2,8	.	0,7
Grecia	0,2	0,3	0,3	0,4
España	1,1	1,2	0,2	0,2
Francia	1,9	1,9	0,1	0,1
Irlanda	3,4	3,0	.	2,0
Italia	.	.	.	.
Luxemburgo	37,2	37,6	0,3	0,3
Países Bajos	1,5	1,4	0,1	0,1
Austria	1,7	1,9	0,7	1,4
Portugal	0,3	0,4	.	.
Finlandia	0,3	0,4	0,3	0,3
Suecia	2,2	2,3	0,2	0,2
Reino Unido	1,8	1,7	0,2	0,4
UE-15	2,0	2,1	0,2	0,4

Fuente: Comisión Europea, basada en la Encuesta de Población Activa de Eurostat, 2003- I de 2005, Irlanda II de 2005.

Notas: Faltan datos debido a datos poco fiables o a muestras de tamaño reducido. Se excluye a Italia, puesto que no cuenta con datos desagregados por nacionalidad. Agregado de la UE-15 sin Italia, y sin Alemania, Italia e Irlanda para los ciudadanos de la UE-10.

**Cuadro B Población en edad de trabajar residente en la UE-15, por nacionalidad y nivel educativo en el 2005**

(en porcentaje)

Nivel educativo	Nacionalidad			
	Del propio país	Extranjeros de otros países de la UE-15	Extranjeros de países de la UE-10	Extranjeros de países no comunitarios
Bajo	31	36	21	48
Medio	46	39	57	35
Alto	23	25	22	17
Total	100	100	100	100

Fuente: Comisión Europea, basado en la Encuesta de Población Activa de Eurostat, I de 2005, Francia y Austria II de 2005.

Nota: Nivel educativo: bajo (educación secundaria obligatoria), medio (educación secundaria no obligatoria), alto (educación superior).

acuerdos de transición tal vez hayan tenido un efecto negativo sobre los mercados de trabajo, ya que podrían haber hecho aumentar la presencia de trabajadores ilegales y haber creado unos patrones de destino sesgados.

Pese a esta valoración, algunos países ya han anunciado su intención de mantener sus acuerdos de transición durante la segunda fase de tres años. Esto significa que podrán seguir regulando los flujos migratorios hacia sus países, aunque es conveniente que exista un alto grado de movilidad laboral en un mercado comunitario integrado, para facilitar el empleo y el ajuste a unas condiciones cambiantes de la demanda. Una asignación ineficiente de recursos laborales podría afectar negativamente, en el largo plazo, al nivel y a la tasa de crecimiento del producto potencial y, a corto plazo, limitar el ritmo al que puede crecer una economía. Por otra parte, en el contexto de una zona del euro ampliada y al no existir políticas monetarias y cambiarias para cada país, las restricciones impuestas a la migración de trabajadores podrían reducir la capacidad de los mercados de trabajo nacionales de ajustarse de manera eficiente en caso de perturbaciones asimétricas y fluctuaciones económicas.

Desde la perspectiva de los nuevos Estados miembros, la migración de trabajadores puede plantear una serie de problemas, y no sólo reportar beneficios, especialmente en el corto plazo. Los flujos migratorios procedentes de los nuevos Estados miembros de la UE pueden dar lugar a una reducción del grupo de trabajadores jóvenes y formados. La escasez de trabajadores (por ejemplo, de personal sanitario) ya constituye un importante motivo de preocupación en muchos de estos países. Que el aumento de la movilidad transfronteriza tenga un efecto positivo o negativo en los nuevos Estados miembros de la UE depende, fundamentalmente, de si la migración es primordialmente temporal o definitiva. Los emigrantes que retornan a sus países pueden impulsar el crecimiento económico al volver con capital, cualificaciones y nuevas ideas adquiridas en el extranjero, que contrarrestan las pérdidas iniciales causadas por la «fuga de cerebros».

Las restricciones a la circulación de los trabajadores procedentes de los nuevos Estados miembros serán temporales, pues tendrán que eliminarse a más tardar en el 2011. No obstante, el retraso en la liberalización del mercado de trabajo puede tener costes para la UE en su conjunto, ya que dificultará el uso óptimo de recursos laborales en un momento en el que la competitividad internacional de Europa constituye un motivo de preocupación creciente. Los actuales flujos migratorios de Este a Oeste incluyen un gran número de temporeros, algunos de los cuales trabajan de forma ilegal. Relaciones de empleo de este tipo privan a los inmigrantes de la protección de las leyes de empleo e impiden la recaudación tributaria en el país de acogida. Además, no sería deseable que un número significativo de las personas con más movilidad y con más talento de los nuevos Estados miembros tengan que marcharse a los centros de migración tradicionales fuera de Europa, en lugar de encontrar un empleo en otro Estado miembro de la UE.

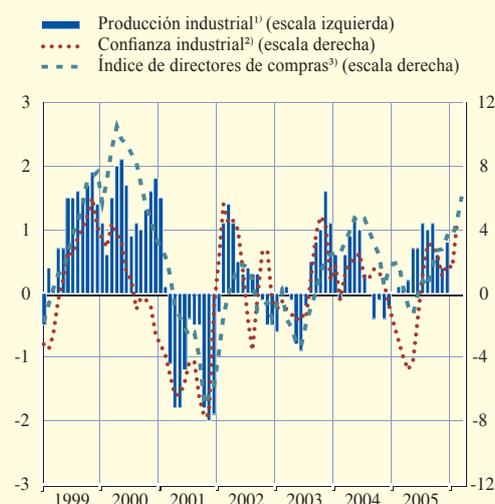
### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Los datos procedentes de las encuestas para las manufacturas y los servicios de la zona del euro apuntan a un mayor crecimiento económico en el primer trimestre del 2006. Tanto el último índice de directores de compras publicado como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registraron aumentos en el caso de la industria. En marzo, el índice de directores de compras de las manufacturas indicaba una mejora de la situación en este sector por noveno mes consecutivo. La mejora del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea en ese mes obedeció a un incremento positivo de todos los componentes del índice (cartera de pedidos, expectativas de producción y valoración de existencias), registrándose la mayor subida en este último componente. También fue generalizada en las tres principales ramas de actividad (bienes de consumo, bienes de inversión y bienes intermedios). El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se sitúa ahora en el nivel más elevado de los últimos cinco años. Aunque en ocasiones los indicadores procedentes de las encuestas muestran discrepancias con respecto a la evolución económica subyacente, en los últimos años han proporcionado información de utilidad para el análisis de la coyuntura. En particular, puede interpretarse que los indicadores de confianza industrial, que actualmente son positivos, sugieren que se ha observado una tendencia constante al alza de la actividad industrial desde el segundo trimestre del 2005 (véase gráfico 24).

En cuanto al sector servicios, tanto el índice de directores de compras para los servicios como el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea apuntan a una evolución positiva a comienzos de año. En marzo, el índice de directores de compras de los servicios se mantuvo en un nivel que en febrero había sido el más alto de los últimos cinco años. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea mejoró ligeramente en marzo, hasta situarse en un nivel algo más elevado que en el cuarto trimestre del año pasado.

**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.

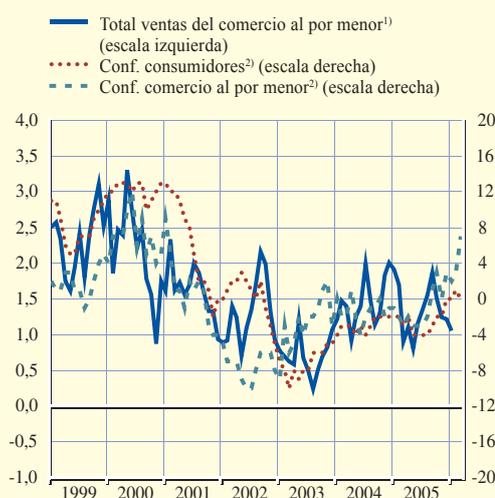
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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)



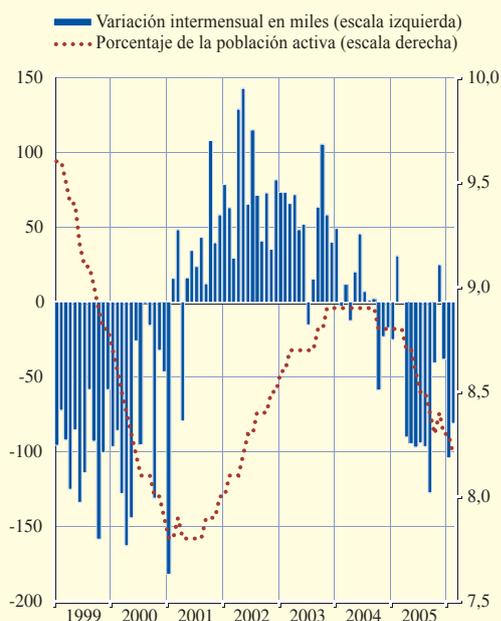
Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

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.

## Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

## INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

La información disponible sobre el gasto de los hogares muestra que la expansión del consumo privado fue, de nuevo, más intensa a comienzos del 2006, tras su débil crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado. El volumen de las ventas al por menor en la zona del euro se redujo un 0,2%, en términos intermensuales, en febrero, tras una subida del 0,5 intermensual en enero. Sin embargo, en los tres meses transcurridos hasta febrero, el índice de comercio al por menor se elevó. El descenso ocurrido en febrero fue resultado de una caída de las ventas de los alimentos, compensada en parte con las elevadas ventas de bienes no alimenticios. Las cifras de matriculaciones de automóviles en la zona del euro se redujeron un 0,5% en febrero. En términos de medias móviles de tres meses, lo anterior se traduce en una disminución del 0,8%. No obstante, al interpretar estos datos se ha de tener presente que su evolución a corto plazo puede ser bastante volátil.

A causa del empeoramiento de las expectativas de empleo, la confianza de los consumidores se redujo ligeramente en marzo, hasta situarse en su media a largo plazo. En ese mismo mes, las

expectativas de ahorro mejoraron de forma moderada —sugiriendo la perspectiva de una mayor riqueza financiera—, pero la valoración de la situación económica general se deterioró en cierta medida. Si se tiene en cuenta la mejora constante de la confianza del comercio al por menor, los últimos datos apuntan, en general, a un cierto fortalecimiento del crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2006 (véase gráfico 25).

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos disponibles sugieren que la situación del mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando paulatinamente. Desde el último verano se ha observado una mejora en la situación del empleo real y esperado tanto en la industria como en los servicios.

### DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,2% en febrero del 2006, frente al 8,3% de enero (véase gráfico 26), y el número de parados disminuyó por tercer mes consecutivo. Los nuevos datos sobre desempleo, junto con otra información relativa a la evolución del empleo real y esperado, indican una mejora de la situación del mercado de trabajo.

### EMPLEO

El empleo en la zona del euro aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2005 (véase cuadro 7), tras registrar un incremento del 0,1% en el primer trimestre y del 0,2% en el

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

segundo trimestre (esta última cifra se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales). El incremento del tercer trimestre tuvo su origen, principalmente, en la evolución de los servicios, principalmente de los servicios financieros y empresariales. Por otra parte, el empleo en la industria se elevó un 0,1% en el tercer trimestre.

La información disponible procedente de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras para las manufacturas indica una evolución positiva a comienzos del 2006. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, las expectativas de creación de empleo en la industria mejoraron considerablemente en marzo por segundo mes consecutivo, en consonancia con la tendencia al alza observada desde mediados del 2005. Por otra parte, las expectativas de creación de empleo basadas en la encuesta a los directores de compras de la industria manufacturera se elevaron, en marzo, por encima del umbral de 50 (es decir, de no cambio). En los servicios, las expectativas de creación de empleo son más favorables que en la industria, ya que tanto el índice de directores de compras como las encuestas de opinión de la Comisión Europea apuntan de manera persistente a una tendencia al alza desde el verano del 2005. Estas encuestas muestran que las expectativas de empleo en la construcción mejoraron en marzo, hasta alcanzar el nivel más elevado desde hace más de cinco años.

Durante la pasada década, la zona del euro ha registrado una evolución del empleo similar a la observada en Estados Unidos, a pesar de que el ritmo de crecimiento del producto real ha sido más lento. Esta trayectoria es acorde con las estimaciones que indican que la tasa de paro estructural se redujo en la zona del euro en el mismo período. En este contexto, en el recuadro 6 se realiza un análisis comparativo de la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos desde 1995.

Recuadro 6

**COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS DESDE 1995**

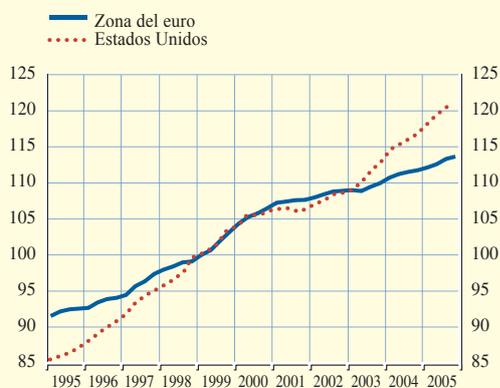
Aunque el comportamiento de la actividad económica en la zona del euro ha sido más débil que el de Estados Unidos durante la última década, la evolución del empleo en las dos economías ha sido, en promedio, similar. Ello puede considerarse un indicio de que el crecimiento del empleo en la zona del euro refleja no sólo la evolución cíclica, sino también determinadas mejoras estructurales en el mercado de trabajo. Efectivamente, numerosas estimaciones sugieren que la tasa de paro estructural de la zona del euro se ha reducido desde 1995, aunque se ha mantenido en un nivel elevado<sup>1</sup>. En este recuadro se compara la evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos desde 1995.

Entre los años 1995 y 2005, la tasa media de crecimiento intertrimestral del PIB el real fue del 0,8% en Estados Unidos y del 0,5% en la zona del euro (véase gráfico A). Sin embargo, el crecimiento del empleo en el mismo período fue similar en las dos economías (0,3% en tasa media intertrimestral), creándose unos 16 millones de empleos en la zona del euro y en torno a 17 millones en Estados Unidos.

Pese a esta similar evolución del empleo, en ocasiones se observaron algunas diferencias durante el período (véase gráfico B). En consonancia con el comportamiento relativo de la actividad, el crecimiento del empleo en Estados Unidos superó el de la zona del euro hasta 1998. Posteriormente, durante los dos años siguientes el empleo creció aproximadamente al mismo ritmo en ambas economías. No obstante, en el período comprendido entre los años 2000 y 2003 el empleo se incrementó, en promedio, a una tasa intertrimestral del 0,25% (una tasa acumulada cercana al 3,5%) en la zona del euro, mientras que el crecimiento intertrimestral del empleo en Estados Unidos fue, en promedio, cercano a cero (la tasa acumulada se redujo en un 0,7%). Desde el año 2004, el crecimiento del empleo se ha recuperado considerablemente en Estados Unidos (alcanzando una tasa media intertrimes-

**Gráfico A Evolución del PIB real en la zona del euro y Estados Unidos**

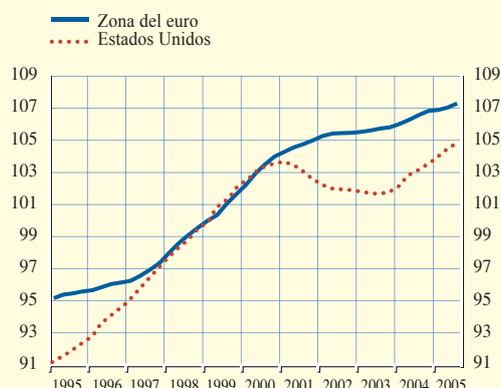
(índice: I 1999 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

**Gráfico B Evolución del empleo en la zona del euro y Estados Unidos**

(índice: I 1999 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

<sup>1</sup> Véase el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2005, titulado «Una perspectiva de más largo plazo del desempleo estructural en la zona del euro».

tral del 0,4% durante los dos últimos años), pero ha descendido ligeramente en la zona del euro (hasta una tasa media intertrimestral del 0,2%)<sup>2</sup>.

Así pues, y a diferencia de la que ocurrió en la zona del euro, la evolución del empleo en Estados Unidos fue muy distinta a la pauta seguida por la actividad económica general durante la última parte de la década, lo que se reflejó en la trayectoria de la productividad del trabajo. El crecimiento de la productividad del trabajo<sup>3</sup> fue, en promedio, mucho mayor en Estados Unidos que en la zona del euro durante el período 2000-2005 (véase gráfico C.)

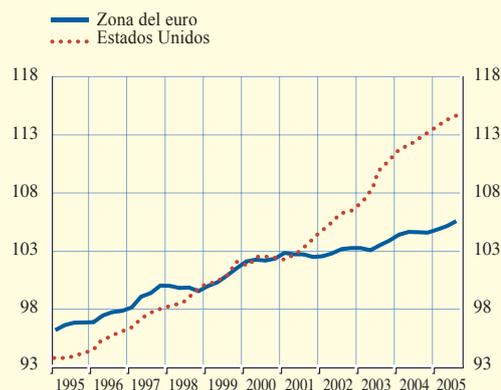
Resulta difícil determinar si las diferencias observadas en el comportamiento de la productividad del trabajo fueron la causa o la consecuencia de las diferencias en la evolución del empleo. Sin embargo, en Estados Unidos el aumento de la productividad del trabajo tendencial, sostenido por una utilización más eficiente del capital TIC acumulado durante los años noventa, parece haber desempeñado un papel significativo en la aparición de diferencias en el crecimiento del empleo.

En los últimos años, el empleo ha crecido de forma constante en la zona del euro, lo que podría estar relacionado con una sostenida moderación de los salarios reales, pero que también podría reflejar el avance de las reformas en los mercados de trabajo de algunos países en la zona del euro. El objetivo concreto de algunas de estas reformas fue aumentar la participación laboral<sup>4</sup>. Sin embargo, las mismas medidas que elevaban esta participación pueden haber dado lugar a un menor crecimiento de la productividad de carácter transitorio. En los últimos años, las políticas laborales activas se han dirigido a los grupos más desfavorecidos, lo que se ha traducido en un incremento del empleo de los trabajadores menos cualificados (con una menor productividad potencial). Con todo, la menor productividad en la zona del euro también es consecuencia de otros factores, cómo la utilización relativamente escasa de nuevas tecnologías que fomentan la productividad<sup>5</sup>.

De cara al futuro, el desafío que se le plantea a la zona del euro es elevar tanto la utilización del factor trabajo como el crecimiento de la productividad laboral. Una buena combinación de ambos puede contribuir a un mayor crecimiento potencial en el largo plazo. En este sentido, en la zona del euro es necesaria la adopción de reformas que fomenten la productividad (v.g., políticas dirigidas a mercados de productos abiertos y competitivos, a aumentar el nivel educativo, a estimular la innovación y a promover el uso de tecnologías que favorezcan la productividad), con el fin de preparar el terreno para que se produzca un crecimiento sólido de la actividad económica en el futuro.

Gráfico C Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro y Estados Unidos

(índice: I 1999 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

2 Si se analiza el empleo desde el punto de vista del total de horas trabajadas se obtiene una visión muy similar, aunque la diferencia entre la zona del euro y Estados Unidos después del año 2000 es menos pronunciada.

3 La productividad del trabajo se calcula como el PIB real dividido por el número de ocupados.

4 Las reformas introducidas en los mercados de trabajo de Alemania y Francia, por ejemplo, se comentan detenidamente en el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de enero del 2006, titulado, «Algunos factores específicos de países determinantes de la evolución reciente del empleo en la zona del euro». Véase también S. Nickell (2003): «Labour Market Institutions and Unemployment in OECD Countries», CESifo DICE Report 1, n.º 2, pp. 13-26, para más información.

5 Véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005, titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro».

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Según la última información disponible, es muy probable que el descenso del crecimiento del PIB real registrado en el cuarto trimestre del 2005 haya sido transitorio, debido, en parte, a una corrección del intenso crecimiento registrado de forma inesperada en el trimestre precedente. Las mejoras recientes observadas en indicadores económicos, tales como la confianza empresarial y la de los consumidores, sugieren que la actividad real debería fortalecerse en el 2006. Este escenario de crecimiento sostenido es acorde con las previsiones de organizaciones internacionales y de instituciones privadas, así como con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en marzo. Aunque los riesgos para las perspectivas económicas parecen equilibrados a corto plazo, se mantienen los riesgos a más largo plazo procedentes, fundamentalmente, de los desequilibrios mundiales y de la incertidumbre en torno a 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

En marzo y en los primeros días de abril del 2006, el euro experimentó una apreciación generalizada, revalorizándose frente a la mayoría de las monedas incluidas en el cálculo de su índice de tipo de cambio efectivo nominal. El fortalecimiento del euro se produjo en un contexto de renovada inquietud en los mercados por el aumento de los desequilibrios externos de Estados Unidos y de una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

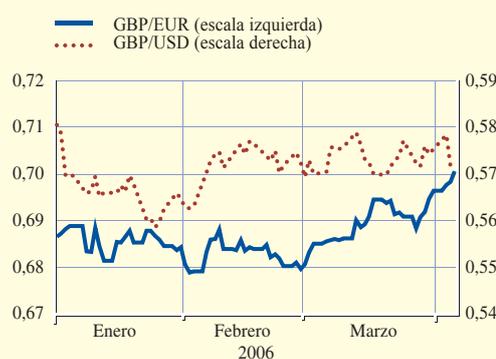
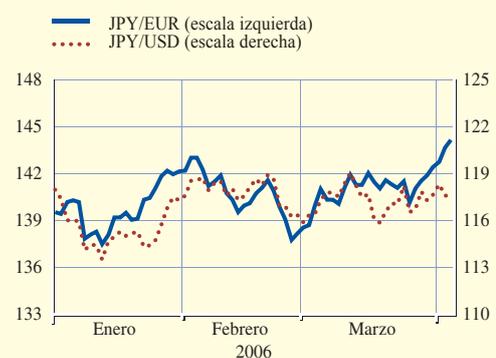
Tras el descenso observado en el mes de febrero del 2006, el euro repuntó frente al dólar a lo largo de marzo y en los primeros días de abril en medio de algunas fluctuaciones (véase gráfico 27). En la primera quincena de marzo, el euro se fortaleció principalmente como consecuencia del comportamiento de los participantes en los mercados, que volvieron a centrar su atención en el tamaño del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que aumentó hasta el 7% del PIB en el cuarto trimestre del 2005. Sin embargo, en la segunda mitad del mes, los cambios en las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de la política monetaria estadounidense parecen haber respaldado temporalmente al dólar. Hacia el final del período considerado, la evidencia de una mejora del clima empresarial en la zona del euro, que se reflejó en los datos de las encuestas sobre confianza empresarial, favoreció nuevamente al euro. Como resultado de todos estos factores de signo contrario, el euro cotizaba a 1,23 dólares el 5 de abril, un 3,3% por encima del nivel de finales de febrero y un 1,4% por debajo de la media del año 2005.

#### YEN JAPONÉS/EURO

El euro también se apreció frente al yen japonés en marzo y en los primeros días de abril. El anuncio realizado el 9 de marzo por el Banco de Japón, de que abandonaría su política monetaria expansiva basada en objetivos cuantitativos no parece haber tenido un impacto significativo en la cotización del euro frente a la moneda japonesa. No obstante, las expectativas de los mercados respecto a la posibilidad de que el diferencial de tipos de interés siguiera favoreciendo a la zona del euro, unidas a las buenas noticias sobre las perspectivas económicas de la zona, parecen haber respaldado al euro durante este período. El 5 de abril, el euro cotizaba a 144,2 yenes, es decir, un 4,3% por encima del nivel de finales de febrero y un 5,3% por encima de la media del año 2005 (véase gráfico 27).

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

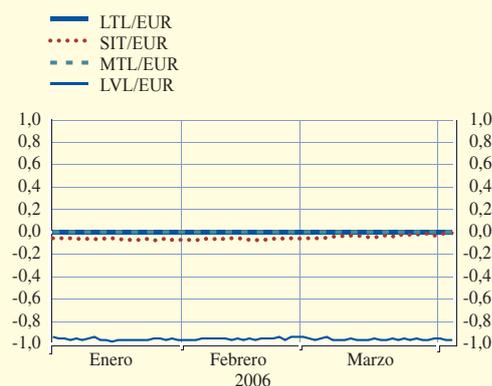
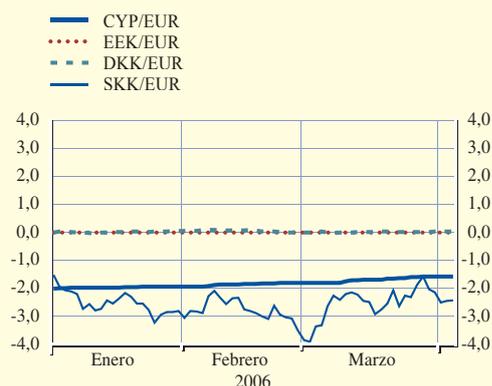
(datos diarios)



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.

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

**Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

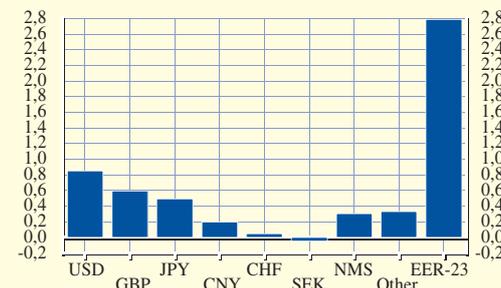
(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**

28 febrero 2006 a 5 abril 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

La mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a la paridad central o en torno a dicha paridad (véase gráfico 28). La excepción fue la corona eslovaca, que se depreció un 1,1%, volviendo así a situarse en un nivel más próximo a la paridad central, para cotizar, el 5 de abril, un 2,4% por encima de dicha paridad. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se apreció frente a la libra esterlina—que cotizaba el 5 de abril a 0,70 libras por euro, es decir, un 3,1% por encima del nivel de finales de febrero y un 2,5% por encima de la media del año 2005—, y se depreció un 1% frente a la corona sueca. El euro se fortaleció frente a las monedas de los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE, posiblemente como consecuencia del descenso de la demanda mundial de activos de los mercados emergentes en un contexto de aumento de los rendimientos de los activos de las economías más industrializadas. La apreciación del euro fue especialmente pronunciada frente al forint húngaro y el zloty polaco (5,1% y 4,9%, respectivamente), de lo que se deduce que la inquietud de los mercados respecto a los desequilibrios internos y externos en Hungría y a la incertidumbre política en Polonia podría haber pasado factura.

## OTRAS MONEDAS

Entre finales de febrero y el 5 de abril, el euro se depreció frente a la corona noruega (1,7%), pero se apreció frente al franco suizo (0,8%), el dólar canadiense y el dólar australiano (5,2% y 5,4%, respectivamente) y varias monedas de Asia.

## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de abril, 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 2,8% por encima del nivel registrado a finales de febrero y casi sin variación con respecto a la media del año 2005 (véase gráfico 29). En el recuadro 7 se analizan, desde una perspectiva histórica, los comovimientos de las monedas incluidas en el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro con el propio euro y con el dólar estadounidense.

### Recuadro 7

#### ¿QUÉ GRADO DE PROXIMIDAD TIENEN LOS COMOVIMIENTOS ENTRE LAS PRINCIPALES MONEDAS?

Desde la caída del sistema de Bretton Woods a principios de la década de los setenta, los tipos de cambio han fluctuado, a menudo de manera imprevisible. No obstante, una atenta observación del comportamiento de los tipos de cambio sugiere que algunas monedas podrían moverse sistemáticamente de forma coincidente. Por ejemplo, el franco suizo y el euro fluctúan frecuentemente casi en paralelo frente al dólar estadounidense, mientras que el dólar canadiense y el dólar estadounidense han tendido históricamente a seguir una trayectoria similar frente al euro. Como resultado, el tipo de cambio del franco suizo, por ejemplo, frente al euro presenta una volatilidad mucho menor que su cotización frente al dólar, mientras que en el caso del dólar canadiense sucede lo contrario. En otras palabras, algunas monedas que flotan libremente pueden fluctuar sistemáticamente en paralelo y presentar niveles de volatilidad muy diferentes frente a distintas monedas.

Una forma de medir el grado de comovimiento en la fluctuación de las monedas es calcular la elasticidad frente a los movimientos del dólar y del euro utilizando una tercera moneda como numeraria. Tomando como moneda de referencia el yen japonés, es posible estimar la regresión:

$$\Delta \ln(e\$/x,t) = \alpha + \beta \Delta \ln(e\$/\epsilon,t) + \gamma \Delta \ln(e\$/\$,t) + \epsilon_t \quad (1)$$

donde  $e\$/x,t$  es el tipo de cambio de la moneda  $x$  para la que se va a calcular la asociación con el euro y el dólar estadounidense. El coeficiente  $\beta$  indica la sensibilidad de la moneda frente a las variaciones del tipo de cambio del euro<sup>1</sup>. Cuanto más próximo a 1 sea dicho coeficiente mayor será el comovimiento entre la moneda  $x$  y el euro. La misma interpretación se aplica en el caso de  $\gamma$ : cuanto más se acerque a 1 este coeficiente, más fuerte será el comovimiento entre la moneda  $x$  y el dólar. Estimando la ecuación (1) mediante mínimos cuadrados ordinarios para el euro frente a las monedas que se incluyen en el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro, es decir, las monedas de 23 de los principales socios comerciales de la zona del euro, se obtienen estimaciones de  $\beta$  y  $\gamma$  para todas esas monedas.

El período muestral, de enero de 1999 a marzo de 2006, se dividió por la mitad y se estimó la ecuación (1) con ambas submuestras. Los resultados, que se presentan en el gráfico muestran una correlación relativamente fuerte entre el euro y la mayoría de las otras monedas europeas en ambos subperíodos de la muestra<sup>2</sup>. Por el contrario, las monedas asiáticas incluidas en el TCE-23, así como el dólar canadiense, tienden a fluctuar de una

1 Un coeficiente próximo a 1 no significa necesariamente que el tipo de cambio fuera estable frente al euro (o frente al dólar estadounidense) a lo largo de toda la muestra. Esa medida de la «estabilidad» viene dada más bien por el coeficiente de determinación (o R-cuadrado) de la regresión estimada. Que indica qué proporción de la variabilidad del tipo de cambio en cuestión puede «explicarse» por los tipos de cambio de la moneda elegida como numeraria frente al euro y el dólar estadounidense. De hecho, se observaron valores de R-cuadrado muy próximos a 1 en el caso de la corona danesa, la corona estonia, el dólar de Hong Kong y el yuan chino.

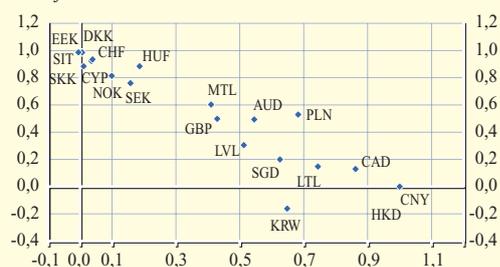
2 Al examinar estas estimaciones hay que tener en cuenta la incertidumbre estadística que las rodea.

## Sensibilidad frente a los movimientos del euro y del dólar

(datos mensuales)

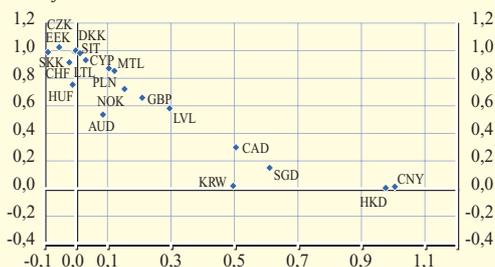
### Enero de 1999 - agosto del 2002

Eje de abscisas: Sensibilidad frente al dólar  
Eje de ordenadas: Sensibilidad frente al euro



### Septiembre del 2002 - marzo del 2006

Eje de abscisas: Sensibilidad frente al dólar  
Eje de ordenadas: Sensibilidad frente al euro



forma mucho más coincidente con el dólar estadounidense. Por último, desde la introducción del euro, la libra esterlina ha tendido a fluctuar, en promedio, a medio camino entre el euro y el dólar estadounidense.

En el cuadro se presenta la evolución de la sensibilidad de las monedas frente a las fluctuaciones del tipo de cambio del euro. Puede observarse que, para la mayoría de las monedas, el grado de comovimiento se mantuvo prácticamente sin variación en los dos subperíodos muestrales. No obstante, en algunos casos, la correlación con el euro aumentó en el período posterior. El caso más notable es el de la lita lituana después de que Lituania sustituyese el dólar por el euro en su régimen de currency board en el año 2002. Lo mismo puede decirse del zloty polaco, la corona sueca, el lats letón, la lira maltesa y la libra esterlina. Sin embargo, el grado de comovimiento entre la libra esterlina y el euro ha seguido siendo menor que el de la mayoría de las otras monedas europeas en los últimos años. En el caso de la corona noruega y del forint húngaro la correlación con el euro se redujo en el período posterior.

## Sensibilidad de las monedas frente a las fluctuaciones del tipo de cambio del euro

		Ene 99 - ago 02	Sep 02 - mar 06	Variación del coeficiente
Dólar australiano	AUD	0,49	0,54	0,04
Dólar canadiense	CAD	0,13	0,30	0,17
Franco suizo	CHF	0,92	0,91	-0,01
Yuan chino (renminbi)	CNY	0,00	0,01	0,01
Libra chipriota	CYP	0,93	0,93	0,00
Corona checa	CZK	1,06	1,03	-0,04
Corona danesa	DKK	0,99	1,00	0,01
Corona estonia	EEK	0,99	1,00	0,01
Libra esterlina	GBP	0,50	0,66	0,16
Dólar de Hong Kong	HKD	0,00	0,00	0,00
Forint húngaro	HUF	0,88	0,75	-0,13
Won coreano	KRW	-0,16	0,02	0,18
Lita lituana	LTL	0,15	1,00	0,85
Lats letón	LVL	0,30	0,58	0,28
Lira maltesa	MTL	0,60	0,87	0,27
Corona noruega	NOK	0,81	0,72	-0,09
Zloty polaco	PLN	0,53	0,85	0,32
Corona sueca	SEK	0,76	1,04	0,28
Dólar de Singapur	SGD	0,20	0,15	-0,05
Tólar esloveno	SIT	0,99	0,98	-0,01
Corona eslovaca	SKK	0,88	0,99	0,11

NOTA: Los datos de las dos primeras columnas indican la sensibilidad de cada moneda frente a las fluctuaciones del tipo de cambio del euro (coeficiente  $\beta$  de la ecuación 1) en cada período. Las cifras de la última columna indican la variación de los coeficientes de sensibilidad entre los dos períodos.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de balanza de pagos más recientes indican un sólido crecimiento de las importaciones y las exportaciones nominales de países no pertenecientes a la zona del euro en los tres meses transcurridos hasta enero del 2006. Al mismo tiempo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses registró un déficit de 30,2 mm de euros en enero, frente a un superávit de 39,1 mm de euros un año antes. Este cambio de signo refleja, en gran medida, una caída del superávit de la balanza de bienes, resultante de un aumento del déficit en el comercio de petróleo, debido al alza de los precios del crudo. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas de 14,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta enero del 2006, debido al descenso de las inversiones en valores de renta fija de la zona del euro y al aumento de las inversiones de la zona en valores de renta variable extranjeros.

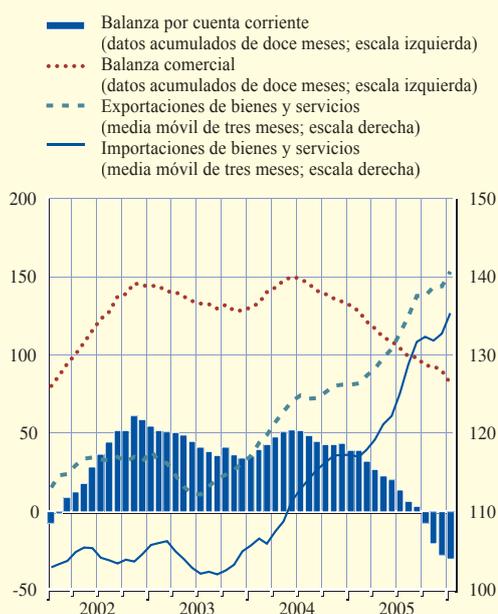
### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras la desaceleración registrada en el cuarto trimestre del 2005, los datos de balanza de pagos más recientes indican un sólido crecimiento de las importaciones y las exportaciones; la media móvil de tres meses tanto de las importaciones como de las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó un 2,3% en enero del 2006 en comparación con las cifras correspondientes de octubre del 2005 (véase gráfico 30). Esta evolución es consecuencia del vigoroso crecimiento de las importaciones y las exportaciones nominales de bienes (4,1% y 3,3%, respectivamente), mientras que el comercio de servicios experimentó un significativo debilitamiento, reduciéndose efectivamente las importaciones y las exportaciones en un 3,7% y un 0,9%, respectivamente durante el mismo período (véase cuadro 8).

La desagregación de los datos de comercio exterior de la zona del euro por volúmenes y precios (disponible hasta diciembre del 2005) indica que la desaceleración de las exportaciones nominales de bienes en el cuarto trimestre del año se debe, en gran medida, a una desaceleración de las exportaciones reales, cuyo crecimiento se redujo, en tasa intertrimestral, desde 4,1% del tercer trimestre hasta el 0,4% en el cuarto trimestre (véase gráfico 31). Esta desaceleración parece reflejar una corrección del crecimiento excepcionalmente fuerte de las exportaciones en el tercer trimestre y, en particular, los negativos datos de octubre, cuando las exportaciones reales cayeron un 3% en comparación con los niveles de septiembre. Al mismo tiempo, el repunte de las exportaciones reales en noviembre y diciembre sugiere que las exportaciones mantienen una firme trayectoria ascendente, gracias a la favorable situación de la demanda mundial. Los precios de exportación de la zona del euro (aproximados por los índices de valor unitario) aumentaron ligeramente en el cuarto trimestre, continuando así la gradual subida que se inició en el primer semestre del 2004, en parte como resultado del incremento de los costes tras el alza de los precios del petróleo.

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(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 Dic	2006 Ene	2005 Abr	2005 Jul	2005 Oct	2006 Ene	2005 Ene	2006 Ene
<b>Cuenta corriente</b>	-4,4	-3,3	1,7	-0,8	-5,3	-5,7	39,1	-30,2
Bienes	2,3	-0,2	6,7	5,5	2,8	2,0	102,1	50,7
Exportaciones	108,0	108,2	97,1	100,7	104,5	107,9	1.131,1	1.231,0
Importaciones	105,7	108,4	90,5	95,2	101,8	106,0	1.029,1	1.180,3
Servicios	3,7	2,2	2,4	2,2	2,5	3,3	29,8	31,5
Exportaciones	31,9	33,2	31,2	32,1	33,1	32,8	362,2	387,4
Importaciones	28,1	31,0	28,7	29,9	30,6	29,4	332,3	356,0
Rentas	-3,9	-0,4	-2,9	-4,0	-5,1	-4,8	-32,8	-50,5
Transferencias corrientes	-6,5	-4,9	-4,5	-4,4	-5,4	-6,3	-59,9	-61,9
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-36,2	-12,3	-1,2	19,4	5,5	-19,1	22,1	13,7
Total inversiones directas y de cartera	-19,0	-33,1	-4,7	36,3	-3,2	-33,2	3,1	-14,4
Inversiones directas	-5,3	5,1	-7,0	-27,9	-6,8	-4,4	-48,2	-138,2
Inversiones de cartera	-13,8	-38,2	2,4	64,2	3,6	-28,9	51,3	123,9
Acciones y participaciones	31,8	-8,2	-16,0	53,2	4,9	5,6	39,2	143,0
Valores distintos de acciones	-45,6	-29,9	18,4	11,0	-1,3	-34,4	12,1	-19,1
Bonos y obligaciones	-18,0	-38,6	7,4	10,1	-12,2	-24,1	39,3	-56,5
Instrumentos del mercado monetario	-27,5	8,7	11,0	0,9	10,9	-10,3	-27,2	37,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

Por lo que respecta a las importaciones, el menor crecimiento de las importaciones nominales de bienes en el cuarto trimestre del 2005 se debió, en parte, a una desaceleración del crecimiento de los precios de importación como consecuencia, principalmente, del descenso de los precios del crudo durante el mismo período (véase gráfico 31). Al mismo tiempo, la desaceleración de la tasa de crecimiento de las importaciones reales (1,7% en el cuarto trimestre, frente a 2,7% en el trimestre anterior) podría tener relación con la ralentización del crecimiento de la demanda interna en el cuarto trimestre.

### Gráfico 31 Exportaciones e importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2005.

### Gráfico 32 Importaciones y exportaciones de petróleo de la zona del euro y saldo en términos nominales

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2005.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta enero del 2006 registró un déficit de 30,2 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB), en comparación con un superávit de 39,1 mm de euros un año antes (0,5% del PIB, aproximadamente). El cambio de signo de la balanza por cuenta corriente refleja, en gran medida, una caída del superávit de la balanza de bienes de 51,4 mm de euros, y en menor grado, un aumento del déficit de la balanza de rentas de 17,7 mm de euros. Las balanzas de servicios y transferencias corrientes se mantuvieron, en general, estables durante este período.

La caída del superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes a menos de la mitad de su valor de hace un año (de 102,1 mm de euros en enero del 2005 a 50,7 mm de euros en enero del 2006) se debe casi por completo al aumento del coste de las importaciones de petróleo como consecuencia del alza de los precios del crudo. En el gráfico 32 se subraya la magnitud mucho menor de las exportaciones de petróleo de la zona del euro —que consisten, principalmente, en productos de refino— en relación con las importaciones de este producto. En conjunto, en el año 2005, el déficit del comercio de petróleo aumentó, aproximadamente, 40 mm de euros, como resultado de un incremento de las importaciones nominales de crudo de casi 50 mm de euros, que sólo se compensó en una mínima parte con el aumento de las exportaciones de unos 10 mm de euros.

### CUENTA FINANCIERA

Las cuantiosas salidas medias mensuales netas que contabilizó el agregado de inversiones directas e inversiones de cartera (33,2 mm de euros) en los tres meses transcurridos entre noviembre del 2005 y enero del 2006 reflejan las fuertes salidas netas de valores distintos de acciones (34,4 mm de euros). Los valores de renta fija de la zona del euro registraron ventas netas por parte de los inversores extranjeros en diciembre del 2005 y enero del 2006.

**Gráfico 33** Flujos de inversiones directas y de cartera netas

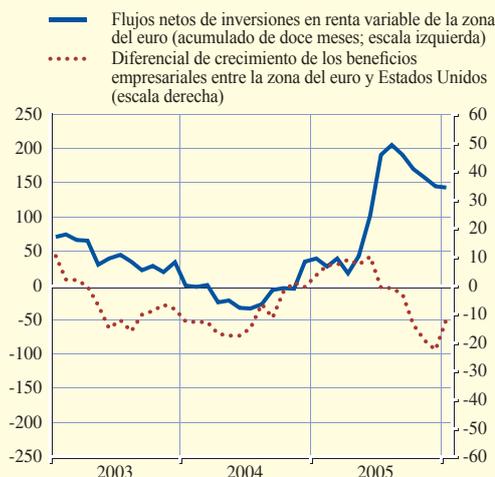
(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



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

**Gráfico 34** Flujos netos de inversiones en renta variable y diferencial de crecimiento de los beneficios empresariales

(mm de euros; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las observaciones más recientes corresponden a enero del 2006. El crecimiento de los beneficios empresariales se define como la variación interanual de dichos beneficios con periodicidad mensual. A su vez, los beneficios empresariales se calculan como el cociente entre la capitalización de mercado y la ratio precio/beneficios asociada a los índices bursátiles de DataStream Total Market de la zona del euro y Estados Unidos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 14,4 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero del 2006, en comparación con las entradas netas de 3,1 mm de euros contabilizadas en el mismo período del año anterior. Las entradas netas acumuladas de doce meses en concepto de inversiones directas y de cartera han experimentado una fuerte caída desde el verano del 2005 y se han transformado en salidas netas a partir de diciembre de ese año (véase gráfico 33).

Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en la caída de las inversiones extranjeras en valores de renta fija de la zona del euro y en el aumento de las inversiones de la zona en valores extranjeros de renta variable. Por una parte, las inversiones extranjeras en valores de renta fija de la zona del euro se han ido reduciendo debido, posiblemente, al aumento del diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona. Por otra parte, las entradas netas de valores de renta variable continuaron la tendencia descendente iniciada en agosto del 2005 como resultado del aumento de las inversiones de la zona del euro en valores extranjeros de renta variable. La caída de estas entradas netas tras la operación excepcional relacionada con la reestructuración de la empresa Royal Dutch Shell, podría tener relación, en parte, con el menor crecimiento interanual de los beneficios empresariales en la zona del euro en relación con otras regiones del mundo desde julio del 2005 (véase gráfico 34). Por lo que respecta a la evolución de las inversiones directas, las salidas netas se han mantenido bastante estables desde octubre del 2005.

## ARTÍCULOS

# LA IMPORTANCIA DE LA REFORMA DEL GASTO PÚBLICO PARA LA ESTABILIDAD Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICOS

*El gasto público puede promover el crecimiento mediante la financiación de servicios públicos esenciales, como la seguridad, las infraestructuras y la educación. También puede moderar las fluctuaciones económicas a través de los estabilizadores automáticos, por ejemplo, sosteniendo las rentas de los desempleados o de los trabajadores jubilados. No obstante, la estabilidad requiere que el gasto se financie totalmente con los ingresos en el medio plazo, y de este modo se garantizará que las políticas actuales, según se reflejan en las cuentas públicas, sean sostenibles.*

*En este artículo se muestra que el gasto público en relación con el PIB ha aumentado constantemente en los países de la zona del euro desde la década de los sesenta, hasta alcanzar un máximo y, en algunos casos, disminuir en los últimos años. No obstante, el gasto público es mucho más elevado que en la mayor parte de los países industrializados no pertenecientes a la zona del euro, y en opinión de muchos observadores, supera el nivel necesario para una prestación eficiente de servicios públicos esenciales. El aumento del gasto ha coincidido con subidas de impuestos y desincentivos para el empleo y la inversión, así como con crecientes desequilibrios presupuestarios. Recientemente, el envejecimiento de la población apunta a presiones adicionales sobre el gasto que podrían afectar negativamente a la sostenibilidad presupuestaria.*

*Varios países de la zona del euro han hecho considerables progresos en la reforma del gasto público, con unos resultados presupuestarios y del crecimiento notablemente satisfactorios. No obstante, en algunos países es necesario avanzar más, especialmente en los Estados miembros que han registrado déficit excesivos en los últimos años. La reforma del gasto debería sustentarse en el cumplimiento del marco de coordinación presupuestario y de política económica de la UE, y en mejoras en las instituciones presupuestarias nacionales.*

### I INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el lado del gasto de los presupuestos públicos ha sido objeto de creciente atención en el debate sobre política económica, tanto a escala nacional como de la UE. En cuanto a la cuestión de la «calidad» de las finanzas públicas, también se está debatiendo más acerca de cuánto y en qué deberían gastar los Gobiernos, y cómo la reforma del gasto puede contribuir a incrementar el crecimiento y la estabilidad económicos. Otros factores que han contribuido a que se adquiera conciencia de la importancia de la reforma del gasto son unos déficit persistentes y una deuda elevada, junto con unos tipos impositivos comparativamente elevados desde una perspectiva internacional y con intensas presiones sobre el gasto derivadas del envejecimiento de la población.

Este artículo se centra en la importancia del gasto público para el crecimiento y la estabilidad. Naturalmente, el gasto público también puede tratar de conseguir otros objetivos, como la redistribución o la cohesión social, que puede considerarse que contribuyen al bienestar económico.

En la sección dos se analizan las tendencias y los patrones de gasto en la zona del euro. En la sección tres se examinan los vínculos conceptuales y empíricos entre el gasto público, el crecimiento económico y la sostenibilidad presupuestaria, mientras que en la sección cuatro se abordan experiencias en la reforma del gasto. En la sección cinco se considera la reforma del gasto público en el contexto de las instituciones presupuestarias y de la coordinación de la política económica europea, y en la sección seis se recogen las conclusiones.

### 2 TENDENCIAS Y PATRONES DE GASTO EN LA ZONA DEL EURO

La importancia del gasto público y las posibilidades de reforma en las economías de la zona del euro se ponen de manifiesto si se consideran las tendencias de la evolución del gasto público y las comparaciones a escala internacional. El gasto en relación con el PIB de la zona del euro aumentó sustancialmente, desde el 30,4% del PIB



**Cuadro 1 Gasto total de las Administraciones Públicas**

(en porcentaje del PIB)

	1960	1980	1998	2004	Máximo (año)
Bélgica	33,2	56,1	51,2	50,2	61,0 (1983)
Alemania	31,8	47,1	48,7	47,5	50,2 (1996)
Grecia	20,6	29,0	49,5	49,9	52,0 (2000)
España	20,3 <sup>1)</sup>	31,5	41,0	39,0	47,6 (1993)
Francia	33,4	45,7	53,5	54,0	55,4 (1996)
Irlanda	26,0	46,1	34,8	34,2	49,8 (1982)
Italia	28,1	43,0	49,6	48,6	57,1 (1993)
Luxemburgo	25,4	48,4	42,1	45,6	51,7 (1981)
Países Bajos	29,3	53,3	46,0	47,1	57,1 (1983)
Austria	34,1	46,8	53,9	50,4	56,7 (1995)
Portugal	14,7	34,8	42,3	46,5	46,5 (2004)
Finlandia	26,3	39,1	52,8	51,5	61,0 (1993)
Zona del euro	30,4	45,0	49,0	47,7	51,9 (1993)
Reino Unido	36,1	43,2	40,0	44,1	45,4 (1984)
Japón	16,6	31,5	42,5	38,6	42,5 (1998)
Estados Unidos	28,2	33,8	33,0	34,3	37,2 (1992)

Fuentes: Comisión Europea, OCDE para España en 1964 y BCE para los datos agregados de la zona del euro.  
1) Datos correspondientes a 1964.

en 1960, hasta el 45% del PIB en 1980, y siguió incrementándose progresivamente, hasta el 49% del PIB en 1998, para luego reducirse ligeramente, hasta situarse en el 47,7% del PIB en el 2004 (véase cuadro 1). Desde una perspectiva internacional, las ratios gasto público/PIB de la zona del euro son muy elevadas, superando las de Estados Unidos y Japón por un amplio margen. El gasto público de estos dos países es aproximadamente una cuarta parte inferior al de los países de la zona del euro.

No obstante, esta imagen general oculta notables diferencias entre países. En el 2004, las ratios de gasto oscilaron desde aproximadamente el 35% del PIB en Irlanda hasta bastante por encima del 50% del PIB en Francia. El incremento total de 17,3 puntos porcentuales del PIB registrado en la zona del euro entre 1960 y el 2004 se corresponde con un aumento de las ratios de gasto en todos los países. Sin embargo, esta media refleja un incremento mínimo de 8,2 puntos porcentuales del PIB en Irlanda y un aumento máximo de 31,8 puntos porcentuales en Portugal.

Se produjo una importante ruptura en la tendencia al alza del gasto cuando, en la mayor parte de los países de la zona del euro, las ratios gasto público/PIB registraron máximos en un momento determinado

en los años ochenta o noventa. En la mayoría de los casos, estos máximos superaron el 50% del PIB. Tras los valores máximos observados, algunos países empezaron a reducir las ratios de gasto público en la década de los ochenta, y gran parte de los demás países de la zona restringieron sus compromisos de gasto entre principios y mediados de los años noventa. En ciertos casos, esta reducción fue muy significativa, por encima de 10 puntos del PIB, en relación con los valores máximos registrados.

Si se considera la composición del gasto público a escala de la zona del euro en el 2004, se puede ver que aproximadamente dos quintas partes del gasto público total se dedicó al consumo público, cuyo principal componente es los salarios de los empleados públicos (véase cuadro 2). Una décima parte del gasto público, aproximadamente el 5% del PIB, se destinó a la educación pública. Otras dos quintas partes del gasto total se dedicó a transferencias y subvenciones a los hogares y las empresas, y consistió, principalmente, en gasto relacionado con la seguridad social y, en mucha menor medida, en subvenciones a la industria. Tan solo el 5%, aproximadamente, del gasto estuvo relacionado con la inversión pública. La carga de la deuda pública disminuyó considerablemente en los últimos años, hasta situarse ligeramente por encima del 6% del gasto total.

La ligera disminución de la ratio de gasto público de la zona del euro desde el inicio de la tercera fase de la UEM se consiguió, principalmente, gracias a la reducción de los pagos en concepto de intereses. Esto es consecuencia, fundamentalmente, de la caída de los tipos de interés a largo plazo implícitos en el saldo de deuda pública tras la incorporación a la Unión Monetaria (la «prima de la UEM»). En cambio, el gasto primario en relación con el PIB permaneció prácticamente estable.

Al analizar el vínculo entre el gasto público y el impacto de las finanzas públicas sobre la estabilidad y el crecimiento económicos, es conveniente considerar la relación entre el gasto público y la evolución del déficit y de la deuda. La aparición de déficit crónicos en Europa coincidió con fuertes aumentos del gasto en la década de los setenta y principios de los ochenta (véase gráfico 1). Los déficit presupuestarios no se corrigieron de forma significativa hasta que las ratios de gasto público empezaron a disminuir de manera más pronunciada, en la segunda mitad de los años noventa. Con posterioridad al año 2000, el cambio de tendencia de los déficit agregados se produjo cuando los recortes de impuestos no fueron acompañados de una reducción paralela de la ratio de gasto público.

La evolución del gasto público también influye de manera indirecta en la de la deuda. El gráfico 2

**Cuadro 2 Composición del gasto total de las Administraciones Públicas de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

	1998	2004
Gasto total	49,0	47,7
Intereses	4,6	3,2
Gasto primario	44,4	44,5
Remuneración de asalariados	10,6	10,5
Transferencias corrientes	25,4	25,3
De las cuales: subvenciones	2,1	1,8
Inversión	2,4	2,5
Transferencias de capital	1,4	1,4
Otros gastos	4,6	4,8
Pro memoria: Consumo público	19,7	20,3

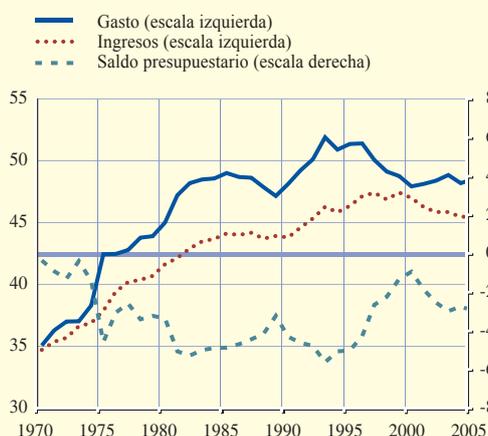
Fuente: BCE.

muestra que la ratio de deuda pública de la zona del euro continuó aumentando mientras el gasto mantuvo una pronunciada trayectoria alcista y los déficit fueron elevados. Esta tendencia se invirtió brevemente en la segunda mitad de la década de los noventa, si bien, últimamente, las ratios de deuda han vuelto a aumentar.

Al abordar el gasto público y los retos relacionados, también es esencial anticiparse a acontecimientos futuros que podrían influir notablemente en los compromisos de los Gobiernos. A este res-

**Gráfico 1 Ratios de saldo presupuestario, de gasto y de ingresos de las Administraciones Públicas de la zona del euro**

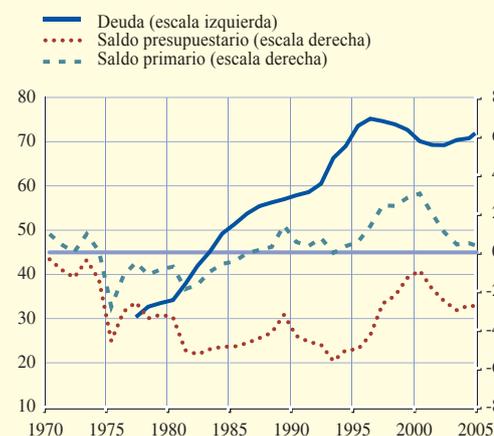
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

**Gráfico 2 Ratios de deuda y de saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

**Cuadro 3 Cambios previstos en algunas ratios gasto/PIB relacionadas con el envejecimiento de la población entre el 2004 y el 2050**

	Pensiones (1)	Atención sanitaria (2)	Cuidados de larga duración (3)	Total <sup>1)</sup> (1+2+3)
Bélgica	5,1	1,4	1,0	7,5
Alemania	1,7	1,2	1,0	3,9
Grecia	n.d	1,7	n.d	n.d
España	7,1	2,2	0,2	9,5
Francia	2,0	1,8	n.d	n.d
Irlanda	6,4	2,0	0,6	9,0
Italia	0,4	1,3	0,7	2,4
Luxemburgo	7,4	1,2	0,6	9,2
Países Bajos	3,5	1,3	0,6	5,4
Austria	-1,2	1,6	0,0	0,4
Portugal	9,7	0,5	n.d	n.d
Finlandia	3,1	1,4	1,8	6,3
Zona del euro	2,6	1,5	0,5	4,6

Fuentes: Comité de Política Económica, Grupo de Trabajo sobre el Envejecimiento, enero del 2006.

Nota: n.d.= no disponible.

1) Pueden preverse ligeras reducciones, debido al menor gasto en educación y en desempleo.

#### Recuadro I

#### CUESTIONES RELACIONADAS CON LA COMPARABILIDAD DEL GASTO PÚBLICO

La existencia de algunas limitaciones en la forma de medir las finanzas públicas y la falta de información homogénea de los distintos países dificultan la comparación detallada del gasto público entre los distintos países, tanto en lo que respecta a los niveles como a la composición<sup>1</sup>. En particular:

- Algunos países sustituyen el gasto directo por beneficios fiscales, por ejemplo, con exenciones fiscales por matrimonio y por hijos en lugar de transferencias directas.
- Mientras que algunos países gravan las transferencias sociales de la misma manera que las rentas del trabajo, en otros están parcial o totalmente exentas de impuestos. En consecuencia, los niveles de ingresos y de gasto en esta categoría son, en promedio, más elevados en el primer grupo de países.
- Los sistemas obligatorios de aseguramiento privado para pensiones, desempleo o atención sanitaria reducen las cifras totales de gasto público en algunos países. Por el contrario, las contribuciones del sector público a las aportaciones voluntarias destinadas a las administraciones de la seguridad social aumentan los niveles de gasto.
- Las asociaciones público-privadas reciben un trato distinto en los diferentes países, y pueden reducir temporalmente el nivel de gasto público en inversión, especialmente si el coste que representa un proyecto de asociación público-privada se extiende durante un período más prolongado que una inversión pública convencional.
- En algunos casos, es posible que pasivos contingentes como los avales del sector público no se reflejen en las cifras de gasto público, por lo que, en consecuencia, puede que los compromisos de gasto futuros del Gobierno estén infravalorados. Además, el volumen de pasivos contingentes varía considerablemente entre los distintos países.

1 Véase, por ejemplo, I. Joumard, P. Kongsrud, Y.-S. Nam y R. Price, «Enhancing the Effectiveness of Public Spending: Experience in OECD Countries», OECD Economics Department Working Paper n.º 380, 2004.

Estos factores pueden explicar las diferencias entre países, de hasta varios puntos porcentuales del PIB, en las cifras de gasto total y en determinadas categorías de gasto. Con el tiempo, las reformas presupuestarias también pueden ampliar o reducir tales diferencias. Sin embargo, no se dispone de una corrección de los datos de gasto que tome en consideración estas diferencias en el tiempo y entre países.

pecto, el factor más importante es el coste presupuestario que conlleva el envejecimiento de la población. Se puede prever que, en las próximas décadas, esto supondrá una carga para los presupuestos públicos en forma de gasto en pensiones, en atención sanitaria y en cuidados de larga duración. Las proyecciones de gasto público relacionado con el envejecimiento de la población apuntan a un futuro incremento del gasto total en pensiones en la mayor parte de los países, entre el 3% y el 8% del PIB, aunque, en algunos países de la zona del euro, esta ratio podría ser aún más elevada (véase cuadro 3). Si esta situación no recibe la atención debida, estas obligaciones harían que el gasto público vuelva a tender considerablemente al alza en las próximas décadas.

### 3 VÍNCULOS ENTRE EL GASTO PÚBLICO, EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y LA SOSTENIBILIDAD PRESUPUESTARIA

Las políticas de gasto público son esenciales para promover el crecimiento económico y preservar un entorno macroeconómico estable, lo que requiere unas finanzas públicas sostenibles. Desde esta perspectiva, estas políticas son de alta calidad si (i) proporcionan bienes y servicios esenciales, (ii) utilizan de manera eficiente los recursos públicos al llevar a cabo estas actividades, y (iii) respaldan la estabilidad macroeconómica, con una orientación a medio plazo, y son predecibles y sostenibles. Mientras que las dos primeras condiciones se refieren a objetivos de efectividad y eficiencia, la tercera es esencial para el cumplimiento de las otras dos. Además, las políticas de gasto público pueden apoyar el marco institucional en el que opera una economía y que es, en sí mismo, una condición previa fundamental para el crecimiento y la estabilidad.

Un gasto público mínimo es indispensable para que una economía de mercado funcione. Las limitaciones legales y las normas que aseguran derechos de propiedad y mercados eficientes reducen al mínimo la incertidumbre política, promueven la competencia, garantizan la divulgación de información adecuada y permiten una gestión de riesgos eficiente. Esto, a su vez, contribuye a que los agentes económicos trabajen, ahorren, inviertan, se especialicen e innoven, lo que favorece el empleo y el crecimiento. Las políticas de gasto público que, por ejemplo, aseguran fondos suficientes para la seguridad interior y exterior y para la administración pública, favorecen una función pública de alta calidad, y prescinden de subvenciones excesivas, también garantizan que las instituciones y los mercados privados funcionen adecuadamente y que las ruedas de la economía estén bien engrasadas.

El gasto público esencial comprende, principalmente, gastos esenciales en servicios administrativos y en la administración de justicia, en investigación de base, en educación y atención sanitaria básicas, en infraestructuras públicas y en seguridad interior y exterior. El gasto público en estas categorías puede aumentar el potencial de crecimiento de una economía, no sólo a través del canal institucional mencionado anteriormente, sino también incrementando la oferta de trabajo y la calidad y el volumen del capital físico y humano. El gasto en infraestructuras puede no sólo ser beneficioso por sí mismo, sino que también puede atraer inversión privada adicional. No obstante, los beneficios de un aumento del gasto también han de valorarse en relación con los costes impositivos que conlleva, un aspecto al que, con frecuencia, no se le presta la atención debida.

Resulta difícil determinar con precisión los límites del gasto público esencial. Si se supone que puede

aproximarse por la suma del consumo público, en la zona del euro, el nivel se situó en torno al 20% del PIB durante la última década (véase cuadro 2). Sin embargo, es probable que no todo el gasto incluido en estas categorías sea esencial o imprescindible. No se puede dar por supuesto que el Gobierno haya de ser el principal proveedor de educación superior, electricidad u otros servicios. Además, puede que parte del gasto público en inversión se destine a proyectos cuya motivación sean otros objetivos políticos, entre los que se incluye el prestigio, más que responder a verdaderas necesidades de infraestructuras.

La otra categoría principal de gasto público es la de transferencias y subvenciones, que es de carácter redistributivo y suele considerarse gasto «improductivo», ya que no favorece el crecimiento, aunque puede conllevar considerables costes económicos como consecuencia de la existencia de impuestos distorsionantes y efectos incentivadores adversos. El gasto público destinado a jubilaciones anticipadas o a mantener industrias ineficientes es especialmente reseñable a este respecto, ya que tales medidas reducen los incentivos para trabajar e invertir en actividades productivas. No obstante, el gasto en redes de seguridad social básicas podría considerarse productivo, ya que estas redes reducen la necesidad de ahorrar por motivos de precaución y amplían la capacidad de los agentes económicos para asumir riesgos. Como se ha observado anteriormente, el gasto social redistributivo ha sido la categoría de gasto que ha crecido con mayor rapidez en las últimas décadas, alcanzando una media de aproximadamente el 20% del PIB en la zona del euro.

La forma más eficiente de gestionar el gasto público es cuando reduce al mínimo la necesidad de financiación para alcanzar un objetivo político determinado. La eficiencia del gasto público puede mejorarse mediante una serie de técnicas, como a través de un sistema presupuestario basado en resultados, de herramientas de gestión de los recursos humanos, y de mecanismos de fijación de precios similares a los de mercado. A este respecto, las normas de auditoría y de contrataciones públicas, así como el análisis coste-beneficio, también pueden ser de utilidad. Para determinados servi-

cios, la financiación pública (o el apoyo financiero) puede combinarse con la prestación de servicios privados si ello contribuye a utilizar mejor los fondos públicos. En el ámbito del gasto social, se puede aumentar la eficiencia si el gasto se orienta mejor hacia los pobres.

Para potenciar el crecimiento y la estabilidad, las políticas de gasto público han de ser sostenibles. La sostenibilidad aumenta la confianza de los agentes económicos en la estabilidad de la evolución futura de la economía y su disposición a invertir. Esto, a su vez, propicia el crecimiento, lo que promueve la sostenibilidad. Si los Gobiernos quieren reforzar la sostenibilidad reduciendo el déficit y la deuda sin subir los impuestos, la contención y la reforma del gasto público constituyen la única opción. Si se demuestra que está justificado introducir recortes impositivos adicionales, ello requeriría una mayor contención del gasto. Por otra parte, el gasto público puede estabilizar la demanda en épocas de fluctuaciones económicas a través de los estabilizadores automáticos. No obstante, el consiguiente aumento de los déficit sólo puede estabilizar la demanda de manera eficaz si las cuentas públicas se perciben como sostenibles. En tal caso, es menos probable que la reacción de los agentes ante un incremento de los déficit sea aumentar el ahorro, lo que anularía el efecto estabilizador.

Existe abundante evidencia empírica de que un mayor gasto público, por sí mismo, no siempre se traduce en mejores resultados<sup>1</sup>. Más allá de cierto punto, el gasto público puede incluso influir negativamente en el crecimiento y la sostenibilidad. Además, existe evidencia clara de que los déficit presupuestarios inducidos por el gasto son perjudiciales para la consecución de estos objetivos. En cualquier caso, la literatura existente no permite el establecimiento de un objetivo y una clasificación inequívoca de partidas de gasto de «alta calidad», su nivel óptimo y su impacto preciso en la sostenibilidad y el crecimiento. Con todo, los estudios empíricos y los modelos de simulación han contribuido a que se conozcan mejor los mecanismos de transmisión y los efectos de las políticas de gasto

<sup>1</sup> Para conocer los resultados del estudio, véase A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, «Quality of public finances and growth», ECB Working Paper n.º 438, febrero del 2005.

## Recuadro 2

**MEDICIÓN Y EVALUACIÓN DE LA EFICIENCIA DEL GASTO PÚBLICO**

La medición y la evaluación correctas de la eficiencia del sector público es una difícil cuestión empírica, y la literatura relacionada que incluye comparaciones internacionales es especialmente escasa. Un posible enfoque es calcular los indicadores de resultados del sector público, que posteriormente pueden evaluarse en relación con la cantidad de recursos públicos utilizados. Los indicadores de eficiencia resultantes permiten realizar comparaciones entre países<sup>1</sup>. Estos indicadores pueden medir los resultados y la eficiencia proporcionando oportunidades y un trato equitativo en el proceso de mercado y en las tradicionales funciones «musgravianas» del sector público: estabilización macroeconómica, redistribución de la renta y una asignación eficiente de los recursos. Posteriormente, estos indicadores pueden agregarse para obtener medidas sintéticas de los resultados y de la eficiencia.

La mayor parte de los estudios sobre el análisis de la eficiencia del gasto público aplican enfoques no paramétricos, como el *Data Envelopment Analysis*. Estos estudios consideran medidas de la producción/resultados del sector público, y los comparan con los recursos medidos en términos monetarios o cuantitativos. Por ejemplo, los países, los municipios o las escuelas se consideran unidades de gestión de decisiones, que utilizan recursos (el número de profesores o el gasto público en educación) y producen servicios educativos cuya calidad puede medirse a través del nivel de competencia de los estudiantes (por ejemplo, en pruebas realizadas por el Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes — PISA, en sus siglas en inglés<sup>2</sup>). Utilizando estos enfoques es posible obtener una frontera teórica de producción y la distancia entre cada observación (unidad de gestión de decisiones) y la frontera se utiliza para obtener puntuaciones de eficiencia.

En general, la literatura sobre este tema considera que hay algunas discrepancias en la eficacia y grandes diferencias en la eficiencia del gasto público en los países industrializados. En gran medida, no existe una correlación entre unos «resultados» mejores del sector público y un mayor gasto público. Esto apunta a una reducción de los rendimientos marginales de un mayor gasto público y a la posibilidad de obtener resultados positivos para objetivos clave de política económica con un gasto mucho menor que el actual en muchos países.

1 Véase A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, «Public Sector Efficiency: An International Comparison», 2005. *Public Choice* 123 (3-4), pp. 321-347.

2 Para conocer un ejemplo, véase A. Afonso y M. St. Aubyn, «Non-Parametric Approaches to Public Education and Health Efficiency in OECD Countries», 2005. *Journal of Applied Economics* 8 (2), pp. 227-246.

en la economía. Los indicadores de la calidad de las finanzas públicas y las metodologías utilizadas habitualmente para su evaluación y comparación a escala internacional pueden ser ilustrativos y útiles para evaluar la eficiencia del gasto (véase recuadro 2).

#### 4 EXPERIENCIAS EN LA REFORMA DEL GASTO PÚBLICO

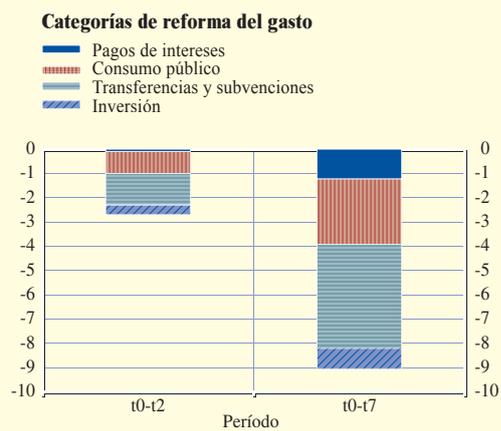
Las experiencias nacionales de reforma del gasto público en la zona del euro en las últimas décadas son muy heterogéneas. Algunos países de la zona

han reducido sustancialmente sus ratios de gasto total y primario, mientras que otros han hecho pocos progresos visibles en la limitación del gasto público, a pesar de que los pagos en concepto de intereses han disminuido de forma significativa desde principios de la década de los noventa, como consecuencia de la caída estructural de los tipos de interés (la «prima de la UEM»).

Siete países de la zona del euro introdujeron medidas para lograr una contención notable del gasto, así como programas de reforma del gasto público. Estos países se caracterizan por haber conseguido reducciones del

**Gráfico 3 Reducciones en algunas categorías de gasto transcurridos 2 y 7 años desde que se registraron máximos absolutos de gasto en los países que introdujeron reformas**

(variaciones en ratios del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Luxemburgo no está incluido por falta de datos.

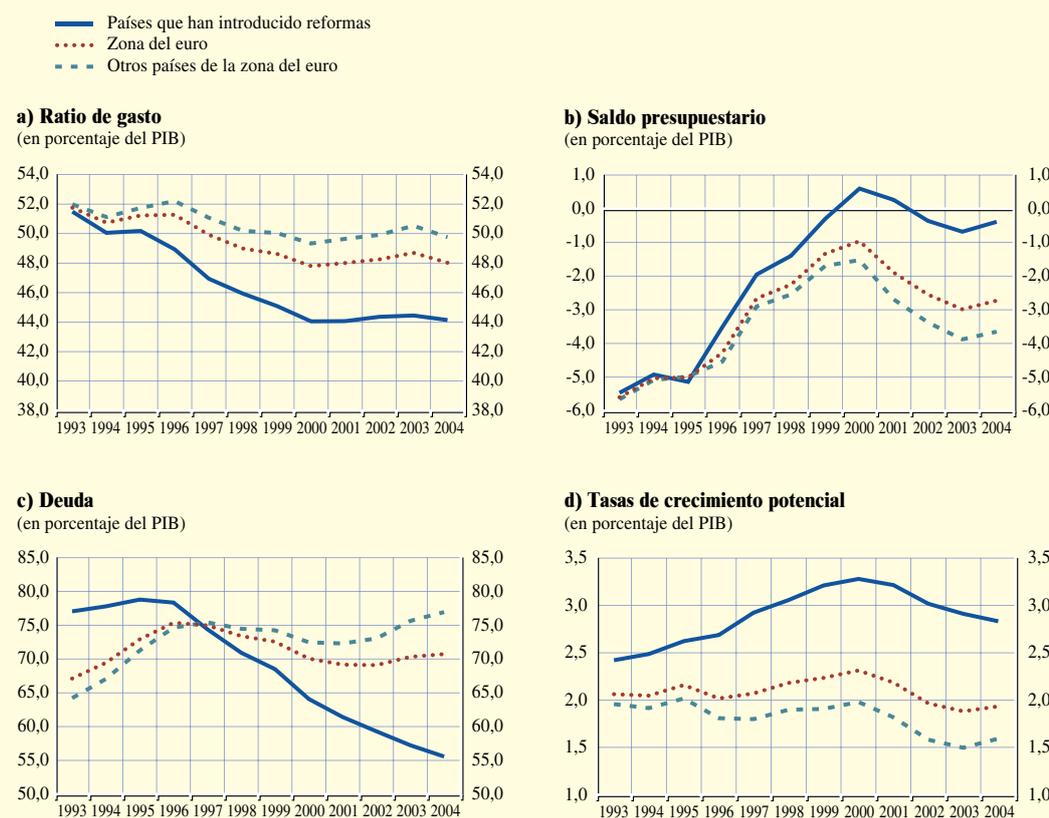
gasto primario superiores al 5% del PIB, en comparación con sus respectivos valores máximos globales de gasto. Sin embargo, las reformas no se acometieron, en general, de manera aislada, sino como parte de un programa más amplio y de mayor calado. Históricamente se pueden distinguir dos periodos de reforma, uno que comenzó a principios de la década de los ochenta y otro que se inició entre principios y mediados de los años noventa, en el contexto del proceso de convergencia de la UEM y con posterioridad a la firma del Tratado de Maastricht. Cuatro países emprendieron reformas en el primer período (Bélgica, Irlanda, Luxemburgo y los Países Bajos), y otros tres introdujeron reformas en el segundo período (España, Austria y Finlandia), mientras que los Países Bajos e Irlanda también adoptaron importantes medidas de reforma durante este último período. En cambio, los otros cinco países de la zona del euro hicieron poco o ningún progreso en la reforma del gasto primario y, actualmente, registran ratios de gasto primario que se sitúan cerca de o en sus máximos absolutos, y se da la circunstancia de que también son los cinco países que han sido sometidos a procedimientos de déficit excesivo. Para ilustrar las medidas de reforma a corto plazo y las adoptadas durante un período de reforma completo, en el gráfico 3 se muestran las reducciones del gasto en los países que han acometido reformas (excluido Luxemburgo) entre dos y siete años después de registrar niveles máximos de gasto.

La evidencia empírica sugiere que, en promedio, los países que introdujeron reformas consiguieron reducir el gasto total casi en un 3% del PIB, al cabo de dos años, y aproximadamente en un 9% del PIB en siete años. Las reducciones se produjeron, principalmente, en el ámbito del gasto primario. Aunque la disminución de los pagos por intereses contribuyó, en cierta medida, a la reducción general del gasto público a lo largo del tiempo, la contención del gasto se consiguió, en la mayor parte de los casos, a través de recortes de carácter discrecional en las áreas de consumo público y de transferencias de rentas y de subvenciones. Esto indica que en estos países se realizaron grandes esfuerzos por racionalizar los compromisos de los Gobiernos. Con frecuencia, la disminución del consumo público se consiguió mediante la reducción del gasto dedicado a pagar los salarios públicos, lo que, a su vez, se logró combinando restricciones salariales con reducciones de personal. Los recortes en las transferencias de rentas se alcanzaron ajustando y/o dirigiendo mejor las prestaciones. A pesar de haber registrado cierto descenso, el gasto productivo, como el destinado a inversión y educación, no se ha visto, en general, afectado de manera desproporcionada, de forma que estas reformas también han redundado en una mejora de la composición del gasto público. Por otra parte, en promedio, las reformas han permitido introducir sustanciales recortes impositivos totalmente financiados.

En conjunto, los países que han contenido el gasto de manera significativa como parte de programas de reforma más amplios han conseguido un éxito notable si se considera la evolución de los indicadores macroeconómicos con posterioridad a las reformas. En el gráfico 4 se presentan indicadores fiscales y económicos para este grupo de países, en comparación con los demás países de la zona del euro, así como con el conjunto de la zona, en el período posterior a la adopción del Tratado de Maastricht.

Desde 1993, los países que introdujeron reformas han reducido el gasto público en relación con el PIB, en promedio, desde el 52% hasta aproximadamente el 44%. Los otros cinco países de la zona del euro siguieron registrando ratios de gasto que, en promedio, se situaban cerca o por encima del 50% del PIB. No obstante, en los últimos años, estas ratios prácticamente se han estancado en ambos grupos.

Gráfico 4 Indicadores de los países que han introducido reformas y de otros países de la zona del euro, y media de la zona del euro



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los grupos de países están ponderados por el PIB. Luxemburgo no está incluido. Las ratios de gasto excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS. La Comisión Europea estima el producto potencial mediante una función de producción.

En general, las reformas del gasto público coincidieron con una mejora más pronunciada y de carácter más persistente del saldo presupuestario. Esto queda ilustrado en el gráfico 4b, donde se comparan los países que introdujeron reformas con los otros cinco. Aunque la mayor parte de las reformas ayudaron a corregir lo que, en ocasiones, eran graves desequilibrios presupuestarios, algunas estuvieron asociadas a notables cambios de sentido de la evolución de la deuda, lo que hizo posible que la deuda en relación con el PIB siguiera evolucionando favorablemente (véase gráfico 4c). Estos gráficos también ofrecen una imagen interesante de los últimos años. Los países que emprendieron reformas registraron, en promedio, cierto deterioro de sus saldos presupuestarios durante el reciente período de débil crecimiento económico,

cuando se permitió que los estabilizadores automáticos operaran. No obstante, consiguieron mantener los déficit en niveles razonablemente reducidos, lo que permitió que continuara la tendencia a la baja de la deuda. Sin embargo, en los otros cinco países volvieron a producirse importantes desequilibrios y una trayectoria al alza de la deuda. Esto sugiere que la contención del gasto puede ser un medio muy eficaz para asegurar un saneamiento presupuestario duradero<sup>2</sup>.

2 Para conocer debates y evidencia empírica relacionados, véase, por ejemplo, A. Alesina y R. Perotti, «Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects, 1997, IMF Staff Papers, 44 (2), pp. 210-248; G. Giudice, A. Turrini y J. in't Veld, «Non-Keynesian fiscal consolidation in the EU? Ex post evidence and ex ante analysis», 2004, CEPR Discussion Paper 4388; L. Schuknecht y V. Tanzi, «Reforming Public Expenditure in Industrialised Countries. Are there Trade-Offs?», 2005, ECB Working Paper n.º 435.

**EJEMPLOS DE REFORMA DEL GASTO PÚBLICO CON RESULTADOS POSITIVOS**

**Irlanda** tuvo que hacer frente a una persistente ralentización del crecimiento del PIB a principios de la década de los ochenta, que estuvo acompañado de un incremento del desempleo y de la inflación, así como de un aumento de los déficit presupuestarios. Tras cierta contención con posterioridad a 1982, en 1987 se inició un programa de saneamiento integral en el contexto del «Programa para la Recuperación Nacional», que se centró en una exhaustiva reforma del gasto público. El resultado de estas reformas fue una disminución del gasto primario por encima del 11% del PIB hasta 1989, en comparación con un máximo del 41,6% del PIB en 1982. Por último, el gasto total se redujo más del 15% del PIB, hasta situarse en el 34,2%, en el 2004, en comparación con un máximo del 49,8% en 1982.

La reforma del gasto público en Irlanda consistió en un programa de saneamiento presupuestario con medidas de reforma estructural integral. Del lado presupuestario, el consumo público se redujo mediante una combinación de restricciones salariales y una sustancial reducción de personal en las administraciones públicas. Entre 1982 y 1989, el empleo público disminuyó casi el 14%. Además, las reformas del gasto conllevaron importantes reducciones de las transferencias de rentas y de las subvenciones, y esta última categoría de gasto se recortó en casi dos terceras partes en 1988. Por otra parte, el gasto social y, concretamente, el gasto en atención sanitaria y en pensiones, se redujo considerablemente. Los requisitos para acogerse a prestaciones de la seguridad social se endurecieron, y se introdujeron mejoras en los objetivos, al tiempo que se congeló el valor real de las prestaciones, lo que aumentó los incentivos del mercado de trabajo. El crecimiento económico se recuperó como consecuencia de la reforma y se tradujo en superávit presupuestarios, lo que permitió que se consiguiera una rápida disminución de la deuda pública y que se introdujeran importantes recortes impositivos.

**España** entró en un período de ralentización del crecimiento en 1992, y al año siguiente entró en recesión, lo que contribuyó a que se registraran considerables déficit presupuestarios y una tasa de desempleo próxima al 24%. El Gobierno introdujo un ambicioso programa de reformas integrales a mediados de la década de los noventa. El gasto total y el gasto primario disminuyeron casi el 3% del PIB en los dos primeros años de ajuste posteriores a 1993, y más del 8% y casi el 6%, respectivamente, en el 2004.

El principal período de reformas fue el comprendido entre 1994 y 1997. El presupuesto bienal para 1994 y 1995 se centró en restricciones salariales en el sector público y en la reducción del empleo público, y supuso una disminución del gasto en subvenciones y en transferencias sociales (sobre todo en el ámbito del desempleo, las pensiones y las prestaciones por discapacidad). Para 1996 y 1997, el gasto discrecional se redujo aún más, y afectó particularmente al consumo público y a las subvenciones. La reforma del gasto, que se llevó a cabo con determinación, unida a importantes reformas estructurales, sentaron las bases para acometer un programa de saneamiento presupuestario de amplio alcance, y contribuyó a que el mercado de trabajo registrara mejores resultados y a la recuperación económica. Las mejoras institucionales y una actitud constructiva en el proceso de convergencia con los criterios de Maastricht facilitaron la consecución de estos logros.

La contención del gasto y las reformas coincidieron con una pronunciada recuperación del empleo y del crecimiento potencial. En los países que introdujeron reformas, el crecimiento potencial aumentó casi 1 punto porcentual, hasta situarse bastante por encima del 3% durante el

período de reformas comprendido entre principios y finales de la década de los noventa (véase gráfico 4d). En cambio, en los demás países se registró una tasa de crecimiento potencial plana, de aproximadamente el 2%. En los últimos años, la brecha en el crecimiento

potencial entre los dos grupos de países se ha mantenido prácticamente estable.

Existen también dos aspectos reseñables relacionados con el calendario de las reformas. La introducción temprana de medidas de ajuste es una importante característica común de estas experiencias en la reforma del gasto público. Una parte significativa de las medidas de contención del gasto se implantó, en general, durante los dos primeros años, en los que el gasto primario se redujo una media del 1,5% del PIB al año. Además, las reformas del gasto se iniciaron en un contexto de crecimiento económico reducido o de recesión. Estos aspectos son comprensibles desde la perspectiva de la economía política si se considera que la necesidad de acometer reformas es más acuciante en épocas difíciles y, una vez se cuenta con voluntad política para introducir reducciones sustanciales del gasto, parece natural aplicarlas rápidamente y al iniciarse el proceso de reforma.

## 5 LA IMPORTANCIA DEL MARCO INSTITUCIONAL PARA LA REFORMA DEL GASTO PÚBLICO

A menudo, a pesar de los beneficios económicos que conllevan, políticamente, las reformas del gasto público resultan difíciles de poner en práctica. Desde la perspectiva de la economía política, el tiempo que estos beneficios tardan en materializarse y la resistencia de intereses especiales, que temen salir perdiendo en dichas reformas, pueden influir en el proceso político en detrimento de la racionalización del gasto. Una forma de solucionar este sesgo es a través de las instituciones presupuestarias. Unas instituciones que funcionen adecuadamente son fundamentales para mantener un nivel elevado de eficacia, eficiencia y viabilidad del gasto público, así como para contrarrestar políticas de gasto oportunistas (por ejemplo, orientadas a las elecciones). En la zona del euro, tanto las instituciones europeas como las nacionales desempeñan un papel a la hora de respaldar políticas y reformas firmes en lo que se refiere al gasto público.

La Unión Monetaria se ha concebido de forma que ha dejado el gasto público y su respaldo institucional como una prerrogativa de la soberanía nacio-

nal. Con todo, en el ámbito europeo existen normas e instituciones que apoyan a los distintos sistemas nacionales en la mejora de la «calidad» de las finanzas públicas. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, basado en el Tratado, no sólo especifica el valor de referencia del 3% del PIB como límite para los déficit públicos, sino que, fundamentalmente, establece un marco a medio plazo para la supervisión presupuestaria multilateral. También prevé que se haga un seguimiento de la evolución de las variables fiscales (incluido el gasto público) en la UE y proporciona a los Estados miembros un proceso y una metodología estructurados para definir una perspectiva de política presupuestaria que abarque varios ejercicios y comprometerse a alcanzar los objetivos presupuestarios. Esto también influye en el gasto público y lo limita, al menos indirectamente.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado concede gran importancia a la consecución de nuevas mejoras en la gestión de la política presupuestaria en el ámbito nacional. En el informe del Consejo ECOFIN titulado «Mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», consta que «las normas presupuestarias nacionales deben complementar los compromisos asumidos por los Estados miembros en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento». El informe también apunta a la posibilidad de ampliar el proceso de supervisión multilateral a la cuestión de cómo aplicar y mejorar las normas nacionales existentes. Por último, el informe del Consejo ECOFIN incluye referencias concretas a la calidad general de las finanzas públicas como elementos a tomar en consideración al evaluar la evolución presupuestaria en la UE<sup>3</sup>.

En el ámbito estructural, las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo, que ahora se han subsumido en las Directrices integradas, formulan conjuntamente una estrategia integrada y de amplio alcance para las políticas macroeconómicas, microeconómicas y de empleo, con el objetivo de aumentar el crecimiento en los Estados miembros. Estas directrices

3 «Mejoras en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)», Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Bruselas, 22-23 de marzo de 2005.

incluyen asesoramiento sobre políticas de gasto público y su respaldo institucional. En el nuevo conjunto de Directrices integradas para 2005-2008 se insta a los Estados miembros a orientar la composición del gasto público hacia partidas que propicien el crecimiento, a adaptar los sistemas tributarios y de protección social de forma que refuercen el crecimiento potencial, y a evaluar adecuadamente la relación entre gasto público y la consecución de objetivos políticos. También se acordó que «en vista de los costes previstos del envejecimiento de la población, los Estados miembros deberían reformar sus sistemas de pensiones y de atención sanitaria para asegurar que son económicamente viables». Este acuerdo está totalmente en consonancia con la denominada «estrategia triple», cuyo objetivo es abordar los retos presupuestarios que conlleva el envejecimiento de la población, y que exige que los países aumenten el empleo, reduzcan la deuda pública y reformen los sistemas de pensiones<sup>4</sup>.

Más recientemente, el Consejo ECOFIN (24 de enero de 2006) alegó que «la mejora de la calidad de las finanzas públicas puede contribuir a aumentar el crecimiento y el empleo», y exigió que se siguiera trabajando en la mejora de la eficiencia y la eficacia del gasto público. El Consejo ECOFIN también pidió que se realizara un análisis exhaustivo de las normas e instituciones presupuestarias de la UE y que se realizaran mayores esfuerzos por mejorar la disponibilidad de datos presupuestarios. Además, instó a que se avanzara en la medición de la eficiencia del gasto público y en el contenido informativo de los presupuestos públicos. Por consiguiente, los Estados miembros pueden aprovechar el marco de la UE para introducir medidas de reforma del gasto público nacional en un contexto multilateral, beneficiándose de la evaluación entre pares y de los mecanismos de evaluación comparativa.

4 Véase el artículo titulado «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2003.

#### Recuadro 4

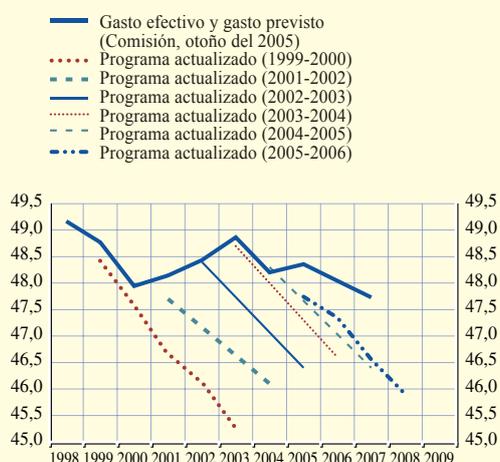
### CONTENCIÓN DEL GASTO PÚBLICO EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD

Todos los países de la zona del euro presentan sus planes presupuestarios a medio plazo, incluidas las políticas de gasto, en las actualizaciones anuales de sus programas de estabilidad. No obstante, la puesta en práctica de los planes de gasto en la zona del euro ha sido continuamente decepcionante. Los programas de estabilidad preveían sustanciales reducciones de la ratio de gasto público cada año, que difícilmente se pueden comparar con la evolución real (véase gráfico).

La decepcionante discrepancia entre los planes y la evolución registrada fue consecuencia, principalmente, de los malos resultados registrados en los países que no acometieron reformas sustanciales del gasto público. Las ratios de gasto más elevadas que se registraron también se debieron, en parte, a previsiones de crecimiento excesivamente optimistas. Sin embargo, el hecho de que las medidas de ajuste del gasto fueran insuficientes y de que el gasto fuera excesivo en relación con los planes, son factores que han contribuido aún en mayor medida.

#### Gasto total, previsto y efectivo, de las Administraciones Públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y Programas de Estabilidad y Convergencia de los Estados miembros.

De manera complementaria al marco de política presupuestaria a escala europea y con su ayuda, las instituciones presupuestarias nacionales pueden y deben fortalecerse mediante normas fiscales que consagren la disciplina y la eficiencia en el gasto en todos los niveles de gobierno. Estas normas sobre gasto ya están extendidas en la zona del euro y proporcionan herramientas adicionales para controlar el gasto público, complementando con ello el marco de política presupuestaria basado en normas de la UE. En la mayor parte de los casos, permiten fijar objetivos de gasto «ex ante» en el proceso de elaboración de los presupuestos. Sin embargo, es indispensable disponer de mecanismos de aplicación claros, así como de control y de exigencia de cumplimiento «ex post», para que dichas normas sean eficaces.

Podría decirse que, en algunos países de la zona del euro, la reforma del gasto público se vio favorecida por la creación del marco presupuestario europeo. La convergencia presupuestaria necesaria para incorporarse a la Unión Monetaria y la consiguiente necesidad de cumplir las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento llevó a los países a reconsiderar sus compromisos de gasto. Sin embargo, en los países en los que se acometieron reformas importantes del gasto público, los incentivos derivados de las normas europeas se complementaron, en general, con mejoras institucionales en los procedimientos presupuestarios nacionales, entre las que se incluían (i) la introducción de límites máximos efectivos al gasto y mecanismos de control presupuestario en España y Finlandia, (ii) el fortalecimiento de las normas fiscales en Bélgica, los Países Bajos y Austria, (iii) la ultimación de un ambicioso contrato presupuestario por parte del Gobierno de coalición en los Países Bajos, (iv) la introducción de modificaciones legales en el proceso legislativo presupuestario y un mayor control del gasto en Finlandia, (v) la introducción de un consejo fiscal en Bélgica, (vi) la elaboración de presupuestos multi-anales, por ejemplo, en los Países Bajos, y (vii) el otorgamiento de mayores atribuciones al Ministerio de Economía y Hacienda en Irlanda en lo que respecta al control presupuestario.

Estas experiencias muestran que las innovaciones de carácter institucional suelen ser específicas de

cada país y que, para ser eficaces, han de adaptarse al marco nacional de los procedimientos presupuestarios. No obstante, a pesar de que se han hecho considerables progresos en algunos Estados miembros, la evolución general del gasto público en la zona del euro sigue apuntando a que hay una clara necesidad de mejora, en particular, en aquellos países que todavía no han reformado suficientemente el gasto público (véase recuadro 4).

## 6 CONCLUSIONES

Unas políticas de gasto público que propicien unas finanzas públicas saneadas son esenciales para fomentar el crecimiento y preservar la estabilidad macroeconómica. El gasto público respalda el crecimiento a través de servicios públicos como la seguridad, las infraestructuras, la educación y redes de seguridad social básicas. Si el gasto público aumenta el crecimiento y se financia adecuadamente, también garantiza la sostenibilidad de las cuentas públicas y puede moderar las fluctuaciones económicas a través de los estabilizadores automáticos.

En este artículo se muestra que, en los países de la zona del euro, los ratios de gasto público han aumentado constantemente desde la década de los sesenta, que posteriormente registraron un máximo y que, en algunos casos, se han reducido en los últimos años. Además, el gasto público de la zona del euro es mucho más elevado que en la mayor parte de los demás países industrializados. En opinión de muchos observadores, supera los niveles necesarios para una prestación eficiente de servicios públicos esenciales. Los crecientes niveles de gasto coincidieron con subidas de los impuestos y con desincentivos para el trabajo y la inversión, así como con crecientes desequilibrios presupuestarios. Recientemente, el envejecimiento de la población está apuntando a presiones adicionales sobre el gasto que podrían afectar negativamente a la sostenibilidad presupuestaria.

En este artículo se explica que en muchos países es necesario introducir nuevas reformas con el fin de reducir los niveles de gasto en funciones no esenciales del sector público, aumentar la eficiencia y los efectos incentivadores del gasto público

y dar prioridad a objetivos productivos dentro de las actividades del sector público. Por otra parte, las reducciones del gasto harían disminuir los desequilibrios presupuestarios, al tiempo que permitirían reducir los impuestos. Estas medidas respaldarían la estabilidad macroeconómica, propiciarían el crecimiento y crearían un entorno más favorable para la estabilidad de precios.

Las positivas experiencias de algunos países de la zona del euro que han introducido reformas del gasto público han recibido poca atención en

el pasado, y apuntan a un círculo virtuoso formado por la reforma del gasto público, crecimiento y sostenibilidad cuando la estrategia es ambiciosa y de amplio alcance. Estos casos también demuestran que las reformas institucionales de los procedimientos presupuestarios nacionales y el cumplimiento del marco de gobierno europeo en lo que respecta a las políticas presupuestarias y estructurales pueden respaldar decididamente el proceso de reforma. Estos países han registrado unos sólidos resultados presupuestarios y de crecimiento.



## GESTIÓN DE CARTERAS DEL BCE

El BCE posee y gestiona tres clases de carteras: de reservas exteriores, de recursos propios y del fondo de pensiones. En el presente artículo se analiza el marco de gestión de las carteras y se proporciona información sobre esta actividad, además de describir brevemente sus principales aspectos operativos, informáticos y jurídicos.

### I DESCRIPCIÓN GENERAL DEL MARCO DE GESTIÓN DE CARTERAS

El BCE posee actualmente tres clases de carteras. La primera, y la de mayor tamaño, comprende las reservas exteriores del BCE, que tenían a finales del 2005 un valor de mercado equivalente a unos 41 mm de euros, de los que en torno a 31 mm de euros se mantenían en moneda extranjera (dólares estadounidenses y yenes), y alrededor de 10 mm de euros, en oro y derechos especiales de giro (DEG). Las reservas exteriores del BCE son uno de los componentes de las reservas exteriores del Eurosistema, siendo el otro componente las reservas exteriores de los BCN de la zona del euro. A finales del 2005, el total de reservas exteriores del Eurosistema ascendía a cerca de 320 mm de euros, de los que 142 mm de euros eran activos en moneda extranjera y 178 mm de euros eran tenencias en oro, DEG y posiciones de reserva en el FMI. Como resultado, sobre todo, de las decisiones de cartera de los BCN, las reservas exteriores del Eurosistema, netas de variaciones de tipos de cambio, descendieron de forma constante entre los años 1999 y 2005. Por el contrario, si se excluye el impacto de las intervenciones en el mercado de divisas llevadas a cabo en septiembre y noviembre del 2000, las reservas exteriores del BCE permanecieron, en general, estables durante el mismo período. Los cambios registrados reflejaron, principalmente, las fluctuaciones de los tipos de cambio y los rendimientos de la cartera (véase gráfico 1).

La finalidad de la cartera de reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando lo necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus operaciones en divisas con monedas distintas de las de la UE, tal y como ocurrió en las intervenciones de septiembre y noviembre del 2000<sup>1</sup>. Sin embargo, cabe observar que la capacidad de intervención del BCE en el mercado de divisas no está limitada por sus reservas exteriores, por las razones siguientes:

Gráfico I Reservas en moneda extranjera del Eurosistema y del BCE

(contravalor en mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Activos exteriores de reserva a precios de mercado, excluidos el oro, los DEG y las posiciones de reserva en el FMI.

- los BCN se comprometen a proporcionar reservas exteriores adicionales al BCE, en los casos en que resulte necesario;
- el BCE podría financiar las intervenciones sin recurrir a las reservas exteriores, realizando, por ejemplo, *swaps* de divisas en el mercado o con los bancos centrales en cuestión;
- las operaciones en divisas con monedas de la UE, incluidas las intervenciones relacionadas con el Mecanismo de Tipos de Cambio II, pueden financiarse en el ámbito del SEBC<sup>2</sup>.

La distribución de los activos entre dólares estadounidenses y yenes obedece, por un lado, a las necesidades estimadas para hacer frente a intervenciones en el mercado y, por otro, a la optimización de los riesgos. A comienzos del año 1999, la ratio entre activos en dólares estadounidenses y activos en yenes era de 90/10. A finales del 2005, como resultado de las fluctuaciones del mercado de divisas y de algunas operaciones de

1 Para más información sobre las operaciones en divisas del Eurosistema, puede consultarse la siguiente dirección en Internet: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

2 El SEBC está integrado por el BCE y los BCN de los 25 Estados miembros de la UE.

reajuste, la ratio se situó en torno a 85/15 (véase gráfico 2).

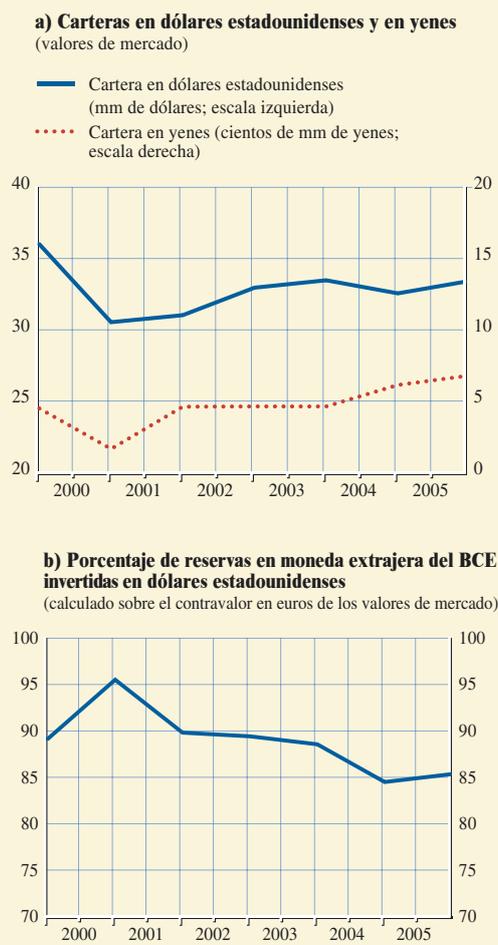
La segunda cartera es la cartera de recursos propios, constituida por la parte desembolsada del capital suscrito y el fondo de reserva general del BCE. Esta cartera, que ascendía aproximadamente a 6,4 mm de euros a finales del 2005, tiene por objeto proporcionar al BCE una reserva para hacer frente a posibles pérdidas, y sus fondos se invierten en activos denominados en euros.

La tercera cartera, y con mucho la de menor tamaño, es la cartera del fondo de pensiones, en la que se invierte el dinero del plan de pensiones del BCE. El fondo de pensiones del BCE ascendía a 161 millones de euros a finales del 2005, año en el que las contribuciones del BCE y de su personal fueron en total del orden de 20 millones de euros. Los activos del fondo de pensiones son propiedad del BCE, pero están destinados al plan de pensiones, y los resultados financieros de las inversiones de la cartera se mantienen en el fondo.

Las tres carteras presentan grandes diferencias, no sólo en términos de tamaño, sino también en cuanto a su composición, finalidad, objetivo y gestión. Sin embargo, el BCE aplica los mismos principios y normas de gestión a las tres carteras:

- En primer lugar, el BCE sigue el «principio de neutralidad en el mercado», procurando que sus actividades de gestión de carteras no causen excesivas distorsiones en los precios de mercado. En la práctica, ello significa que estas actividades sólo se realizan en mercados con profundidad y liquidez suficientes para garantizar que las operaciones de gestión de carteras se realicen sin problemas a precios de mercado.
- En segundo lugar, el BCE aplica los principios de ética profesional establecidos en el «Código de Conducta del BCE» y en las «Normas de conducta profesional y de secreto profesional». Estos documentos sirven de guía en materia de ética profesional a todos los empleados del BCE. Obviamente, en este contexto son particularmente importantes las normas que tienen por objeto evitar el uso de informa-

**Gráfico 2 Distribución por monedas de las reservas en moneda extranjera del BCE**



Fuente: BCE.

Nota: Las carteras se calculan como los activos exteriores de reserva, más los depósitos en moneda extranjera frente a residentes, menos las reducciones netas previstas, debidas a cesiones temporales y operaciones a plazo, en las tenencias en moneda extranjera.

ción privilegiada, para actividades privadas de inversión, por parte de personas que intervienen en la gestión de carteras<sup>3</sup>.

- En tercer lugar, el BCE mantiene entre la gestión de carteras y otras actividades una estricta separación, conocida como muralla china, que se refleja en la estructura organizativa del BCE y garantiza que las personas que intervienen

<sup>3</sup> Para más información sobre el gobierno corporativo del BCE, puede consultarse la siguiente dirección en Internet: <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.en.html>.

en actividades de gestión de carteras no recibían información privilegiada de otras áreas del BCE. El objeto de la muralla china es evitar conflictos de intereses entre la política del BCE y sus actividades de inversión.

## 2 ASPECTOS ORGANIZATIVOS

El BCE ha organizado de forma distinta sus actividades de gestión de las carteras de reservas exteriores, de recursos propios y del fondo de pensiones, según los objetivos asignados a cada una de ellas.

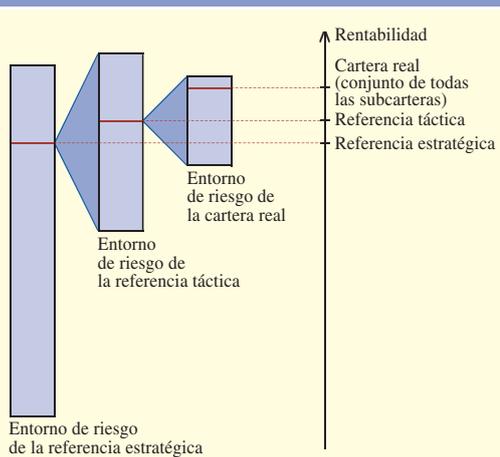
En la cartera de reservas exteriores, el objetivo de gestión es maximizar la rentabilidad a través de una gestión prudente, cumpliendo los estrictos requisitos en materia de seguridad y liquidez derivados de la finalidad de la cartera. El BCE define las orientaciones de inversión y las referencias utilizando métodos desarrollados internamente (véanse secciones 3 y 4, respectivamente).

Aunque algunas funciones, como la gestión de riesgos y la contabilidad, se llevan a cabo de forma centralizada en el BCE, la mayor parte de las funciones de la sala de operaciones y de la sala de formalización de operaciones se efectúan de forma descentralizada en el ámbito del Eurosistema.

Este enfoque descentralizado se refleja en dos mandatos de gestión de carteras<sup>4</sup>.

- El primer mandato relativo a la cartera de reservas exteriores del BCE consiste en superar las referencias estratégicas (una en dólares estadounidenses y otra en yenes) definidas para esta cartera. A estos efectos se actuará de conformidad con las correspondientes orientaciones de inversión y se evitará realizar frecuentes cambios de posiciones (normalmente, las posiciones se revisan y se modifican eventualmente sólo una vez al mes). Este mandato ha sido conferido al Comité de Inversiones del BCE, que informa al Comité Ejecutivo. Los resultados de las posiciones, presentados por el Comité de Inversiones y aprobados por el Comité Ejecutivo, constituyen las referencias tácticas (también en dólares estadounidenses y

Gráfico 3 Estructura de gestión de la cartera de reservas exteriores del BCE



Fuente: BCE.

Nota: Los rectángulos muestran los entornos de riesgo para la referencia estratégica, para la referencia táctica y para la cartera real. Las líneas rojas horizontales representan los niveles de riesgo seleccionados, que reflejan, respectivamente, el resultado del proceso de diseño de la referencia estratégica, el posicionamiento de la referencia táctica y el posicionamiento de la cartera real. El eje vertical muestra la rentabilidad derivada de las decisiones de cartera.

en yenes) establecidas para las reservas exteriores del BCE.

- El segundo mandato consiste en superar las referencias tácticas. También contempla la liquidación de las operaciones de inversión de las reservas exteriores del BCE en el mercado, de conformidad con las correspondientes orientaciones de inversión. La estructura de gestión de carteras y la asignación de funciones resultantes de estos mandatos quedan reflejadas en el gráfico 3 y el cuadro 1.

Hasta finales del 2005, este último mandato se confería en términos idénticos a todos los BCN. Desde el 1 de enero de 2006, los BCN de la zona del euro tienen la facultad de no asumir los mandatos de gestión de las reservas exteriores del BCE. Los BCN que así lo decidan no participarán en las actividades operativas relacionadas con la gestión

<sup>4</sup> En este contexto, el término «mandato» se refiere a la asignación de la responsabilidad de gestionar una cartera a una unidad de gestión o a una empresa externa. En el mandato se especifica la cartera de referencia en relación con la cual se evaluarán los resultados de gestión de carteras, así como el objetivo de gestión y las orientaciones de inversión, que incluyen una lista de instrumentos admitidos y un conjunto de límites de riesgo.

### Cuadro 1 Asignación de las funciones de gestión de la cartera de reservas exteriores

(• = plena responsabilidad de una función; ° = responsabilidad local de contribuir a una función)

Actividad	BCE	BCN
Decisiones de inversión	•	•
Ejecución		•
Liquidación		•
Generación de confirmaciones y case de operaciones		•
Instrucciones a custodios y corresponsales		•
Reconciliación		•
Sistema de gestión de carteras/estados de subcuentas	•	•
Estados de subcuentas/contabilidad	•	
Contabilidad	•	
Captura de operaciones y sistema de gestión de riesgos	•	°
Gestión de riesgos (atribución de resultados; límites; países, entidades de contrapartida y emisores admitidos)	•	
Marco de gestión de reservas exteriores	•	(Comité del SEBC)

Fuente: BCE.

de las reservas exteriores del BCE, aunque seguirán participando en las actividades estratégicas, tales como la definición de las referencias y de las orientaciones de inversión. Los BCN que acepten un mandato de gestión de las reservas exteriores del BCE podrán recibir dicho mandato para la subcartera de dólares estadounidenses o para la de yenes. El Deutsche Bundesbank y la Banque de France pueden recibir mandatos para ambas subcarteras. La asignación de los mandatos se revisará, en línea general, cada tres años, o en caso de que resulte necesario. En comparación con el marco vigente hasta finales del 2005, se espera que el nuevo marco permita lograr una mayor eficiencia. El cuadro 2 muestra la asignación inicial de los mandatos de gestión de carteras, que corresponde aproximadamente a la clave de capital del BCE, es decir, la participación de los distintos BCN en el capital desembolsado del BCE<sup>5</sup>.

Por lo que se refiere a los recursos propios del BCE, el objetivo de gestión de esta cartera es generar a largo plazo una rentabilidad superior al tipo medio de interés de las operaciones principales de financiación del BCE. Las orientaciones de inversión y la referencia están diseñadas para alcanzar este objetivo. La División de Inversiones del BCE ha recibido el mandato de superar la referencia de la cartera de recursos propios, de acuerdo con las correspondientes orientaciones de inversión.

En cuanto al fondo de pensiones del BCE, el objetivo es maximizar el valor del activo del fondo y minimizar el riesgo de que las obligaciones del plan de pensiones sean superiores a sus activos. La gestión de la cartera del fondo de pensiones está actualmente encomendada a un gestor externo seleccionado por el BCE.

### Cuadro 2 Asignación de las subcarteras de reservas exteriores del BCE

(31 de enero de 2006)

Cartera en dólares estadounidenses (millones de dólares)		Cartera en yenes (cientos de millones de yenes)	
BE	1.398	DE	628
DE	11.039	FR	442
GR	1.040	NL	2.510
ES	4.262	AT	1.307
FR	7.765	PT	1.109
IE	505	FI	810
IT	7.153		
LU	121		

Fuente: BCE

### 3 ORIENTACIONES DE INVERSIÓN

Las orientaciones de inversión traducen los objetivos generales de gestión de carteras en normas y principios específicos, que incluyen los criterios de selección de los emisores y de las entidades de contrapartida, así como un marco de gestión de los riesgos de mercado y de crédito. Existen diferencias significativas entre las orientaciones de inversión del fondo de pensiones y las de las otras dos clases de carteras. En el recuadro 1 se ofrece información sobre el fondo de

5 Para más información sobre el capital desembolsado del BCE, puede consultarse la siguiente dirección en Internet: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

## Recuadro I

**ASPECTOS JURÍDICOS DE LA GESTIÓN DE CARTERAS DEL BCE**

En este recuadro se describen los principales aspectos jurídicos relacionados con la gestión de las carteras de reservas exteriores, de recursos propios y del fondo de pensiones del BCE, y se examina el nuevo marco de servicios de gestión de reservas del Eurosistema.

**Gestión de las reservas exteriores**

Para las operaciones con sus activos exteriores de reserva, el BCE utiliza la siguiente documentación jurídica:

- el Contrato marco para operaciones financieras (European Master Agreement - EMA), edición de 2004, de la Federación Bancaria Europea (FBE), con entidades de contrapartida que estén constituidas con arreglo a las leyes de quince países de la UE o Suiza, para (i) las operaciones simultáneas y las operaciones de compraventa con pacto de recompra, y (ii) las operaciones con derivados en mercados no organizados y las operaciones en divisas;
- «The Bond Market Association (TBMA) Master Repurchase Agreement», versión de 1996, para las operaciones simultáneas y las operaciones de compraventa con pacto de recompra, con entidades de contrapartida que estén constituidas con arreglo a las leyes federales o estatales de Estados Unidos;
- el «TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement», versión de 2000, para las operaciones simultáneas y las operaciones de compraventa con pacto de recompra, con entidades de contrapartida que estén constituidas con arreglo a las leyes de países distintos de los Estados miembros de la UE, Suiza y Estados Unidos;
- el «International Swaps and Derivatives Association (ISDA) Master Agreement» (acuerdo multidiálogo de carácter transfronterizo), versión de 1992, para las operaciones con derivados en mercados no organizados y las operaciones en divisas, con todas las entidades de contrapartida, salvo las que estén constituidas con arreglo a las leyes de quince países de la UE o Suiza; y
- el Acuerdo marco de compensación del BCE, para las operaciones con todas las entidades de contrapartida, salvo las que hayan firmado un EMA con el BCE y que estén constituidas con arreglo a las leyes de catorce países de la UE o Suiza.

**Gestión de los recursos propios**

Para las operaciones con sus recursos propios, el BCE utiliza el EMA y el Acuerdo marco de compensación del BCE. El marco contractual del BCE para los préstamos de valores de la cartera de recursos propios persigue los objetivos siguientes:

- minimizar los riesgos derivados de las operaciones de préstamo de valores de la cartera;
- facilitar las actividades de préstamo; y
- garantizar la confidencialidad de la composición de la cartera del BCE.

A estos efectos, el acuerdo de préstamo de valores y de agencia asegura, entre otras cosas, el resarcimiento del BCE por cualquier pérdida que pueda sufrir en operaciones simultáneas en ambos sentidos realizadas en el marco del programa de préstamo de valores. También es importante que el contrato se suscriba con una entidad que esté establecida en la zona del euro, que realice ella misma

actividades de préstamo de valores y que esté avalada por la empresa matriz. Para garantizar la confidencialidad de la composición de su cartera, el BCE exige que el agente de préstamo de valores y las distintas entidades de contrapartida admitidas suscriban compromisos de confidencialidad adecuados e idénticos. Se está contemplando la posibilidad de requerir un compromiso similar para los activos en dólares estadounidenses de la cartera de reservas exteriores.

### **Gestión del fondo de pensiones**

El fondo de pensiones se invierte en renta fija, renta variable e instrumentos del mercado monetario. El BCE es la parte contratante, en representación del fondo de pensiones, ante el gestor externo. Hasta fechas recientes, existía un acuerdo con una única empresa que desempeñaba la doble función de gestor de inversiones y de custodio. Estas dos funciones han sido separadas y se han suscrito un acuerdo de gestión de inversiones con una empresa que actúa como gestor de inversiones del fondo de pensiones, y un acuerdo de custodia con una entidad de custodia.

Como base se utilizaron los acuerdos estándar del sector, adaptados a los requisitos específicos del fondo de pensiones del BCE. En esta clase de acuerdos, siempre es fundamental el problema de la responsabilidad. Además, tenía que asegurarse el control, por parte del BCE, de la red de custodia y de los instrumentos financieros utilizados. Al separar las funciones de gestor de inversiones y de custodio, también era necesario dividir con precisión las responsabilidades entre los dos proveedores de servicios. Por lo que se refiere al gestor de inversiones, el acuerdo debía tener en cuenta los límites al riesgo de mercado, definidos según el concepto de error de seguimiento, para asegurar que los resultados de la gestión de las carteras no se desvíen sustancialmente de las referencias correspondientes. Para determinadas categorías de activos, estaba previsto utilizar, al igual que otros inversores, fondos existentes manejados por el gestor de inversiones. Asimismo, era necesario introducir algunas modificaciones en las políticas de estos fondos para cumplir los requisitos del BCE. También debía quedar reflejado en la estructura el especial estatus tributario del BCE, a fin de que el custodio proporcione el nivel de servicios adecuado. Dada la relativa complejidad de la estructura, todos los gastos debían ser identificados de forma transparente y facturados directamente al BCE.

pensiones, por lo que los comentarios siguientes sólo se refieren a las otras dos carteras.

### **CRITERIOS DE SELECCIÓN DE LOS EMISORES Y DE LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA**

Las carteras de reservas exteriores y de recursos propios del BCE se invierten en instrumentos de renta fija, esto es, instrumentos del mercado monetario, letras y bonos, y sus correspondientes derivados.

A la hora de seleccionar los emisores admitidos para la inversión de las reservas exteriores del BCE, es fundamental asegurarse de que se cumplan los objetivos primordiales de seguridad y liquidez. En la actualidad están admitidos los siguientes emisores: los Gobiernos de Estados

Unidos, Japón y Canadá; algunas agencias con alta calificación crediticia y organizaciones internacionales o supranacionales en las que los Estados miembros de la UE no tengan una participación mayoritaria; y el BPI.

Los emisores admitidos para la inversión de los recursos propios del BCE se agrupan en tres categorías: emisores públicos, emisores no públicos y emisores de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief. Los emisores públicos comprenden los Estados miembros de la UE y las administraciones regionales, siempre que presenten una calificación crediticia mínima. Los emisores no públicos incluyen algunas agencias y empresas con alta calificación crediticia, y el BPI. Además, para la gestión de los recursos propios del BCE sólo se

utilizan valores de emisores públicos y no públicos negociados en mercados que tengan la suficiente profundidad y liquidez para que las operaciones del BCE puedan ser absorbidas sin que esto afecte excesivamente a los precios. Los emisores no públicos también tienen que responder a criterios mínimos de calificación crediticia y a otros criterios, que incluyen unos requerimientos mínimos de recursos propios.

Las entidades de contrapartida para las operaciones de gestión de las reservas exteriores y de los recursos propios del BCE se seleccionan sobre la base de principios de prudencia y de eficiencia operativa. Estas entidades han de satisfacer las condiciones siguientes: (i) ser supervisadas por un supervisor reconocido; (ii) estar constituidas en un país admitido; (iii) cumplir los criterios mínimos de solvencia definidos por el BCE; y (iv) ser aprobadas individualmente por el BCE. Los criterios mínimos de solvencia se diferencian en función del riesgo de crédito de los distintos instrumentos, siendo más elevados para operaciones que entrañan una exposición directa al riesgo de crédito, como los depósitos sin garantía, que para operaciones que se llevan a cabo mediante entrega contra pago. En el caso de las carteras de recursos propios, los depósitos sin garantía sólo se autorizan en el BPI. Para que una entidad de contrapartida sin calificar quede admitida, habrá de presentar una garantía formal por escrito de su empresa matriz, que deberá tener una calificación crediticia

adecuada. En la actualidad, sólo se admiten para operaciones sin garantía las entidades de contrapartida que presenten una calificación crediticia mínima de «A» (en la segunda mejor calificación que hayan recibido de las agencias internacionales de calificación crediticia).

El cuadro 3 recoge el número de entidades de contrapartida, emisores y países admitidos para las reservas exteriores y los recursos propios del BCE.

Asimismo, cabe señalar que las operaciones de gestión de carteras del BCE están sometidas a la prohibición de financiación monetaria contemplada en el Tratado y en el correspondiente Reglamento del Consejo<sup>6</sup>. En particular, quedan terminantemente prohibidas las adquisiciones en el mercado primario de instrumentos de deuda emitidos por los Estados miembros o por las instituciones u organismos comunitarios. Las adquisiciones de estos instrumentos en el mercado secundario no están prohibidas, pero no deben servir para eludir la prohibición. En este contexto, las adquisiciones en el mercado secundario de instrumentos de deuda emitidos por los Estados miembros están sujetas a unos límites de vigilancia. Sin embargo, en lo que respecta específicamente a la cartera de reservas exteriores, una exención permite al BCE adquirir en el mercado primario instrumentos de deuda emitidos por los Estados miembros no participantes, si las adquisiciones se efectúan exclusivamente para gestionar las reservas en divisas<sup>7</sup>.

**Cuadro 3** Número de entidades de contrapartida, emisores y países admitidos

(31 de enero de 2006)

	Reservas exteriores	Recursos propios
Total entidades de contrapartida	119 <sup>1)</sup>	26 <sup>2)</sup>
<i>Del cual: admitidas para operaciones mediante entrega contra pago</i>	81	26
<i>Del cual: admitidas para depósitos</i>	45	1 (BPI)
Emisores del sector privado admitidos	1	52
Emisores del sector público admitidos	8	35
Países admitidos	21	26

Fuente: BCE.

1) Para las reservas exteriores, 39 entidades de contrapartida están admitidas para depósitos y operaciones mediante entrega contra pago.

2) Para los recursos propios, el BPI está admitido para depósitos y operaciones mediante entrega contra pago.

## GESTIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

Aunque las primeras restricciones relativas al riesgo de crédito para las inversiones de reservas exteriores y de recursos propios del BCE son los criterios de selección de las entidades de contrapartida y de los emisores descritos en la sección anterior, se necesitan herramientas más precisas

6 Esta prohibición está recogida en el artículo 101 del Tratado y en el correspondiente Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993.

7 Esta exención, que está expresamente recogida en el artículo 2 del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, no es relevante para el BCE, que ha decidido que los Estados miembros de la UE y las organizaciones internacionales o supranacionales en las que los Estados miembros de la UE tengan una participación mayoritaria no se incluirán entre los emisores admitidos a efectos de gestión de las reservas exteriores del BCE.

para la gestión del riesgo de crédito. Concretamente, han de establecerse límites destinados a evitar una excesiva asunción y concentración de riesgos. El sistema de gestión del riesgo de crédito del BCE contempla la aplicación y la vigilancia de las siguientes categorías de límites:

- Límites al riesgo por país. El riesgo por país proviene del riesgo por emisor y del riesgo por entidad de contrapartida cuando se tiene en cuenta la jurisdicción del país en el que el emisor o la entidad de contrapartida están constituidos u organizados. Los límites al riesgo por país dependen de su importancia para las actividades de inversión del BCE, de su calificación crediticia y de su tamaño en términos del PIB.
- Límites al riesgo por emisor. Estos límites se aplican al riesgo derivado de la tenencia de valores de emisores o grupos de emisores. Los límites por emisor dependen de la importancia del emisor, de su calificación crediticia y del volumen de sus emisiones vivas.
- Límites al riesgo por entidad de contrapartida. En la gestión de las reservas exteriores se aplican sublímites específicos al riesgo derivado de los depósitos sin garantía. Los límites por entidad de contrapartida dependen de su calificación crediticia (o de la calificación de su avalista) y de su capital. Además, se aplica un límite máximo por entidad de contrapartida.
- Límites de liquidación por entidad de contrapartida. Estos límites se aplican a la exposición derivada de operaciones que no se realizan mediante entrega contra pago. En el caso de los recursos propios del BCE, no existen tales límites, dado que todas las operaciones se efectúan mediante entrega contra pago.

Para las reservas exteriores del BCE, se asignan límites totales a los BCN que gestionan las subcarteras de forma descentralizada, según una clave de distribución que refleja el tamaño de las carteras.

#### GESTIÓN DEL RIESGO DE MERCADO

La gestión del riesgo de mercado de las carteras de reservas exteriores y de recursos propios del BCE,

mediante un marco de referencias de varios niveles y de bandas de desviación en torno a estas referencias, se lleva a cabo de forma que se espera, dado un nivel prudente de confianza, que en las carteras individuales de inversión no se registren pérdidas.

La exposición al riesgo de mercado de todas las carteras de inversión y el cumplimiento del marco correspondiente son objeto de un seguimiento diario por medio de los sistemas informáticos descritos en el recuadro 2. La exposición al riesgo de mercado se mide con varios indicadores, como el valor en riesgo (VaR) de las tenencias denominadas en monedas locales y en euros, las duraciones modificadas, los errores de seguimiento (*tracking errors*) y la exposición a determinadas clases de instrumentos<sup>8</sup>. El VaR se calcula en cifras absolutas y en relación con las respectivas referencias.

Dentro de este marco, las bandas de desviación en torno a las referencias, expresadas en términos de duración modificada y de VaR relativo, dejan un margen de maniobra para la gestión de carteras. Aunque se viene realizando un seguimiento del VaR desde hace varios años, los límites al VaR relativo sólo serán vinculantes a partir de este año y se dejarán entonces de aplicar los límites a la duración modificada. Los límites al riesgo de mercado responden al objetivo de posibilitar la toma de posiciones, conteniendo el riesgo de mercado en niveles prudenciales. En el pasado, las posiciones se hallaban, en promedio, muy por debajo de las bandas de desviación permitidas, reflejo de la actitud prudente de los gestores de carteras del BCE y de los BCN en materia de asunción de riesgos. Las referencias y las bandas de desviación se revisan periódicamente para comprobar su conformidad con las preferencias rentabilidad-riesgo del BCE.

<sup>8</sup> La duración modificada es una medida del riesgo de tipo de interés de una cartera; es igual a la media ponderada de la vida residual de los instrumentos mantenidos en la cartera. El VaR es la estimación de la pérdida máxima posible, para un determinado nivel de confianza (por ejemplo, el 95%), durante un horizonte temporal predeterminado (por ejemplo, un año). El error de seguimiento (*tracking error*) es la desviación típica de las diferencias entre la rentabilidad de la cartera real y la rentabilidad de la cartera de referencia observadas con una determinada frecuencia (por ejemplo, diaria) durante un determinado periodo de tiempo (por ejemplo, tres meses).

## Recuadro 2

**SISTEMAS INFORMÁTICOS UTILIZADOS EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DEL BCE**

Todas las actividades de gestión de carteras del BCE, salvo las relativas al fondo de pensiones, se apoyan en un sistema único integrado de gestión de carteras, por medio del cual se tratan y se controlan todos los instrumentos admitidos para la gestión de las reservas exteriores y de los recursos propios del BCE, de conformidad con los requerimientos del BCE, en la sala de operaciones, la sala de análisis y control de riesgos y la sala de formalización de operaciones. El sistema incorpora un módulo de contabilidad desarrollado específicamente para cumplir con los especiales requerimientos contables del SEBC.

El sistema fue adquirido en 1997 mediante licitación pública, tras un exhaustivo proceso de selección, en el que siete sistemas quedaron finalistas y fueron evaluados en relación con una serie de condiciones preestablecidas, con el fin de elegir el sistema que mejor satisficiera los requisitos técnicos y funcionales del BCE. El sistema seleccionado fue implantado en 1998 y entró en funcionamiento el 1 de enero de 1999.

Desde entonces, el sistema se ha actualizado varias veces, con la incorporación de versiones adaptadas a las necesidades en continua evolución del BCE, por ejemplo, tras la revisión del marco de inversión del BCE, que supuso la modificación de las características del sistema y la introducción de nuevos instrumentos.

A partir de 1997, varios BCN miembros del SEBC han ido adoptando el mismo sistema que el BCE para la gestión de sus propias carteras. El número creciente de bancos centrales que utilizan la misma plataforma informática para sus propias necesidades ha brindado oportunidades únicas para acometer proyectos conjuntos, explotar sinergias y gestionar mejor la relación con el vendedor.

La arquitectura técnica garantiza que cada BCN que interviene en la gestión de las reservas exteriores del BCE, de acuerdo con el esquema descentralizado, esté conectado a los mismos servidores centrales, pero que sólo tenga acceso a las operaciones relacionadas con sus carteras de inversiones y de intervenciones. Así se elimina la necesidad de módulos especiales de conexión (*interfaces*) y el procesamiento por lotes de las transacciones.

Aunque el sistema también comprende las funcionalidades para la sala de formalización de operaciones, en las instalaciones del BCE sólo se utilizan las funcionalidades para la sala de operaciones y para la sala de análisis y control de riesgos, mientras que cada BCN es responsable de liquidar las operaciones efectuadas como agente del BCE a través de su propio sistema.

En sus actividades de gestión de carteras, el BCE utiliza también un sistema de administración del fondo de pensiones, un sistema de reconciliación del efectivo y de los valores, una plataforma electrónica de negociación para las operaciones con valores, y un sistema de análisis de riesgos. Por otra parte, se está desarrollando una base de datos para el análisis de datos históricos de riesgos y resultados.

El perfil de riesgo de liquidez de las reservas exteriores del BCE está también sometido a un seguimiento diario para garantizar la disponibilidad de una adecuada cantidad de activos en efectivo o en valores de elevada liquidez.

#### 4 DISEÑO DE LAS REFERENCIAS

Para las reservas exteriores del BCE, el proceso de distribución estratégica de los activos se lleva a cabo en dos etapas. En la primera etapa se determina la combinación de monedas de las reservas exteriores, para establecer la proporción óptima de tenencias de dólares estadounidenses y de yenes, atendiendo en primer lugar a las necesidades de política del BCE y teniendo en cuenta después los posibles riesgos. En la segunda etapa se propone una asignación óptima de los activos para cada una de las monedas. En la actualidad, las preferencias rentabilidad-riesgo se formulan por separado para la distribución de los activos entre monedas y para la gestión de las subcarteras en dólares estadounidenses y en yenes.

Para los recursos propios del BCE, el proceso de asignación estratégica de los activos es similar al de la segunda etapa descrita anteriormente, aunque se utilizan parámetros algo distintos, para reflejar la orientación a más largo plazo y las menores necesidades de liquidez de los recursos propios del BCE.

Debido a la importancia de establecer unas referencias de inversión adecuadas, tal y como han mostrado numerosos estudios teóricos y empíricos, se dedican ingentes recursos al desarrollo de las metodologías utilizadas en el proceso de diseño de las referencias. El área de inversiones del BCE ha elaborado un modelo econométrico específico, basado en previsiones macroeconómicas que son públicas, para determinar las expectativas de rentabilidad futura de las distintas clases de activos potencialmente utilizables en las carteras de reservas exteriores y de recursos propios. La utilización de la rentabilidad futura supone una mejora considerable respecto al uso de la rentabilidad pasada en el proceso de diseño de las referencias. La técnica de optimización del modelo estándar media-varianza se com-

**Cuadro 4 Resultados anuales del BCE desde 1999**

(millones de euros)

Año	Resultados
1999	-247
2000	1.990
2001	1.822
2002	1.220
2003	-477
2004	-1.636
2005	0

Fuente: BCE.

plementa con técnicas alternativas de optimización encaminadas a mejorar la robustez del análisis. El proceso de diseño de las referencias se revisa regularmente en busca de mejoras.

#### 5 RESULTADOS DE LA GESTIÓN DE CARTERAS

El BCE publica los resultados financieros en sus Informes Anuales. En el 2005, las ganancias netas fueron iguales a cero, tras registrarse pérdidas por valor de 1,6 mm de euros en el 2004 (véase cuadro 4). Las fluctuaciones adversas de los tipos de cambio influyen notablemente en la evolución de los resultados financieros del BCE: por ejemplo, la apreciación del euro frente al dólar estadounidense estuvo en el origen de las pérdidas observadas en el 2003 y 2004, dado que una parte significativa de los activos del BCE está constituida por reservas exteriores no cubiertas. En consonancia con la normativa contable del BCE, que está basada en el principio de prudencia y que tiene en cuenta este elevado grado de exposición, las apreciaciones no se registran como ganancias y se llevan a las cuentas de revalorización, mientras que las depreciaciones se registran como pérdidas. El efecto de este tratamiento asimétrico de las ganancias y pérdidas no realizadas es que las ganancias se difieren hasta la venta o el vencimiento de los activos correspondientes. Por lo tanto, el resultado financiero anual será distinto del que se derivaría con una rentabilidad calculada solamente a precios de mercado.

Las perturbaciones cambiarias sólo explican en parte la evolución de las ganancias anuales del

BCE. En efecto, las ganancias del 2001 y 2002 fueron resultado, principalmente, de la evolución del mercado de renta fija, en el que el rendimiento de los bonos descendió de forma acusada, hasta niveles muy reducidos, generando cuantiosas plusvalías. Sin embargo, en el 2003 y 2004 los bajos tipos de interés dejaron escaso margen para que los ingresos por intereses pudiesen compensar las pérdidas por tipo de cambio. Desde el 2004, el riesgo de tipo de interés al que están expuestas las tres carteras ha disminuido sensiblemente, dados el reducido nivel alcanzado por los tipos de interés y su actual grado de volatilidad.

Los mandatos de gestión de las carteras de reservas exteriores y de recursos propios del BCE atribuyen gran importancia a la consecución de una rentabilidad superior al nivel de referencia. Ello obedece a la idea de que, dentro de los estrictos límites impuestos por las funciones y los objetivos de las carteras, reflejados en el sistema de gestión de riesgos, los gestores pueden aumentar el valor de las carteras a lo largo del tiempo. Aunque el comportamiento de las carteras fue, en ocasiones, negativo, especialmente en el 2002, en la mayoría de años entre 1999 y 2005 se registraron resultados positivos significativos, y lo mismo puede afirmarse en términos acumulados para todo el período. Estos resultados fueron fruto de las actividades diarias de los distintos gestores de carteras.

Los gestores también añaden valor a las carteras de inversión del BCE, proponiendo la inclusión de nuevos instrumentos entre los potencialmente utilizables. Con el tiempo, el número de instrumentos utilizables en las carteras de inversión del BCE ha crecido, debido a la inclusión de nuevas categorías de instrumentos (como los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief), a la admisión de nuevos emisores en las categorías de instrumentos admitidos y a la incorporación de instrumentos derivados (como los futuros sobre instrumentos del mercado monetario y sobre renta fija). Los gestores han propuesto, asimismo, nuevos ámbitos de actuación en la gestión de carteras, como los mencionados anteriormente para los préstamos de valores en las carteras de recursos propios y de reservas exteriores en dólares estadounidenses.

Por otro lado, los gestores de carteras desempeñan un papel importante en las actividades de seguimiento de los mercados financieros que llevan a cabo el BCE y el Eurosistema, ya que deben realizar un estrecho seguimiento y un análisis detallado de la evolución actual y estructural de los mercados financieros, que abarque desde las categorías generales de activos hasta los distintos instrumentos financieros. Para ello, disponen de distintas fuentes de información, entre las que cabe destacar los estudios y las opiniones de las contrapartidas en los mercados.

Los conocimientos constantemente actualizados sobre la evolución de los mercados financieros que se obtienen de esta forma son muy valiosos para el BCE y el Eurosistema. Para difundir estos conocimientos, los gestores de carteras han de organizar periódicamente sesiones informativas sobre la evolución de los mercados financieros desde la perspectiva del inversor. Además, deben responder a consultas ocasionales sobre estos mercados. Así pues, el análisis de la evolución de los mercados financieros y las innovaciones y los cambios estructurales introducidos en estos mercados se benefician considerablemente de la información obtenida en el proceso de gestión de carteras.

## 6 SISTEMA DE LIQUIDACIÓN

Para las distintas clases de carteras del BCE existen diferentes marcos de liquidación. Mientras que los BCN de la zona del euro que deciden participar en la gestión de las reservas exteriores del BCE (actualmente, los doce BCN de la zona) efectúan la liquidación de las operaciones de gestión de las reservas exteriores del BCE, éste realiza la liquidación de todas las operaciones de su cartera de recursos propios. El procesamiento de las operaciones del fondo de pensiones del BCE lo lleva a cabo una empresa externa.

El BCE se esfuerza por aplicar los estándares más estrictos en el procesamiento de las operaciones de sus carteras de reservas exteriores y de recursos propios, además de colaborar con las entidades de contrapartida para potenciar la seguridad y eficiencia del procesamiento de las

operaciones en todo el sector, especialmente en lo que respecta a la aplicación de las mejores prácticas en el intercambio de confirmaciones de operaciones.

Los BCN llevan a cabo operaciones con los activos exteriores de reserva del BCE en calidad de agentes autorizados de esta institución. En consecuencia, al tratar con las entidades de contrapartida, los BCN identifican las operaciones que realizan por su cuenta y las que efectúan en nombre y por cuenta del BCE, por lo que se da a conocer esta relación de agencia. Para facilitar este arreglo, se han abierto cuentas con intermediarios financieros -incluidos corresponsales, custodios y depositarios de oro y de valores, y entidades de contrapartida central para los derivados negociados en mercados organizados- en nombre del BCE, sobre las que los BCN están autorizados a operar. Además, para las operaciones del BCE y de los BCN se han establecido requerimientos y procedimientos comunes, que tienen por finalidad mantener una separación adecuada entre los activos de los BCN y los del BCE. Estas orientaciones comunes garantizan también que las operaciones de gestión de las reservas exteriores del BCE se procesen de forma armonizada en todo el Eurosistema, de conformidad con las mejores prácticas y con elevados estándares de seguridad. Tanto en el BCE como en los BCN se llevan a cabo controles exhaustivos, que comprenden la reconciliación periódica y detallada de los extractos de las cuentas de efectivo, valores, oro y futuros del BCE con los distintos sistemas utilizados internamente. En el BCE se recopilan y analizan los datos relativos a fallos en la liquidación, y se informa periódicamente al respecto a los órganos rectores de la institución.

El BCE y los BCN gestionan activamente los activos de garantía recibidos en las operaciones de gestión de las carteras de reservas exteriores y de

recursos propios del BCE. Tras la agrupación y compensación de las operaciones con garantía, se calculan los riesgos frente a las entidades de contrapartida y se valora la necesidad de ajustar los márgenes de garantía<sup>9</sup>.

## 7 CONCLUSIONES

El BCE posee y gestiona tres clases de carteras: de reservas exteriores, de recursos propios y del fondo de pensiones. Cada cartera tiene una finalidad distinta, que se refleja en su modo de gestión. Las actividades de gestión de carteras del BCE están sujetas a normas estrictas, que garantizan la neutralidad en el mercado, el comportamiento ético y una rigurosa separación entre la gestión de carteras y la ejecución de la política del BCE. Las detalladas orientaciones de inversión tienen por objeto establecer un estrecho control de los riesgos de mercado y de crédito y ofrecer criterios claros y equitativos para la selección de los emisores y de las entidades de contrapartida.

Se destinan importantes recursos al diseño de las referencias que determinan, en gran medida, la rentabilidad y los riesgos de las carteras. Los mandatos de gestión de carteras se definen y se asignan con el objetivo de maximizar los resultados de las carteras con respecto a las referencias, respetando las restricciones establecidas, y tratando de mantener los costes administrativos y otros gastos en el nivel más reducido posible. Por lo que respecta a las reservas exteriores del BCE, en enero del 2006 se modificó el proceso de asignación de las subcarteras, en aras de una mayor eficiencia.

Siempre que sea necesario se publicará una información actualizada sobre estos temas, especialmente en los Informes Anuales del BCE.

<sup>9</sup> El ajuste de los márgenes de garantía es el procedimiento mediante el cual se exige a las entidades de contrapartida que aporten activos de garantía adicionales.



## ACUERDOS MONETARIOS Y CAMBIARIOS DE LA ZONA DEL EURO CON ALGUNOS TERCEROS PAÍSES Y TERRITORIOS

*Desde su creación, la zona del euro ha establecido relaciones monetarias y cambiarias estrechas con varios terceros países y territorios. En Europa, aunque no son miembros de la Unión Europea, Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano utilizan el euro como moneda oficial e incluso emiten sus propias monedas en euros. Fuera de Europa, el euro se utiliza en los dos territorios franceses de ultramar —Mayotte y San Pedro y Miquelón— que tampoco forman parte de la Unión Europea. La utilización del euro en estos países y territorios no es un caso de «eurización unilateral», sino que se produce con la aprobación oficial de la Comunidad Europea. Además, varios países y territorios que comparten lazos económicos y políticos estrechos con un país de la zona del euro, por ejemplo la Polinesia Francesa, Nueva Caledonia, las Islas de Wallis y Futuna, Cabo Verde, las Comoras y los países de la zona del franco CFA<sup>1</sup>, han vinculado sus monedas al euro con la aprobación oficial de la Comunidad Europea.*

*En este artículo, cuya naturaleza es principalmente descriptiva, se ofrece una panorámica de los acuerdos monetarios y cambiarios en vigor con la zona del euro<sup>2</sup>. Tras recordar brevemente el argumento lógico en el que se basa la conclusión de dichos acuerdos y su base jurídica, se presenta una descripción sucinta de los diversos acuerdos, a fin de ofrecer información más detallada respecto a los casos en los que el euro se utiliza oficialmente fuera de la Comunidad o en los que sirve como vínculo fijo para terceras monedas. También se examinan los acuerdos monetarios y cambiarios que podría suscribir la zona del euro en el futuro.*

### I INTRODUCCIÓN

En el Tratado por el que se establece la Comunidad Europea (en lo sucesivo, «el Tratado») se contempla explícitamente la conclusión de acuerdos monetarios y cambiarios con terceros países y organismos internacionales. El artículo 111 del Tratado distingue tres formas distintas de acuerdos. En primer lugar, de conformidad con el apartado 1 del artículo 111 del Tratado, la Comunidad podrá, en determinadas circunstancias y conforme a procedimientos especiales, concluir acuerdos formales sobre regímenes cambiarios para el euro en relación con monedas no comunitarias. Uno de esos ejemplos fue el sistema de «Bretton Woods» de paridades fijas pero ajustables. En segundo lugar, en ausencia de un régimen cambiario de esa naturaleza, la Comunidad podrá, de conformidad con el apartado 2 del artículo 111 del Tratado, formular orientaciones generales para la política cambiaria de la zona del euro en relación con monedas no comunitarias. Tercero, el apartado 3 del artículo 111 del Tratado establece que la Comunidad podrá suscribir acuerdos referentes a asuntos monetarios y cambiarios con uno o más Estados u organismos internacionales. La participación del BCE en cada una de las posibles actuaciones comunitarias

esta garantizada explícitamente en virtud del artículo 111 del Tratado.

El ámbito de aplicación de los acuerdos cambiarios en virtud del apartado 3 del artículo 111 del Tratado abarca, por exclusión, todos los casos no incluidos en los apartados 1 y 2 de dicho artículo. En este contexto, cabe mencionar, a efectos de claridad, que el Mecanismo de Tipos de Cambio II de la Comunidad (MTC II) no corresponde a ninguna de las categorías incluidas en el artículo 111 del Tratado. Este mecanismo se refiere a las relaciones cambiarias entre el euro y otras monedas de la Comunidad y no a las que existen entre la moneda única y monedas extracomunitarias, que son exclusivamente objeto del artículo 111 del Tratado.

Hasta la fecha, la Comunidad sólo ha hecho uso del tercer tipo de acuerdo<sup>3</sup>, es decir, el que contempla

- 1 Las siglas CFA corresponden a Comunidad Financiera Africana.
- 2 En el presente artículo no se consideran los casos de «eurización oficial unilateral», en los que la decisión de otorgar al euro —o a cualquiera de las monedas nacionales que lo precedieron antes de 1999— la categoría de moneda oficial de curso legal se ha adoptado sin intervención alguna de la Unión Europea. Los dos casos de eurización oficial unilateral son la República de Montenegro y Kosovo.
- 3 El término «acuerdo», tal y como se emplea en este artículo, abarca tanto los acuerdos bilaterales como las decisiones unilaterales adoptadas por el Consejo.

el apartado 3 del artículo 111 del Tratado<sup>4</sup>. En el presente artículo se estudian los acuerdos monetarios y cambiarios establecidos en virtud de esta disposición. La estructura del artículo es la siguiente: En la sección 2 se recapitulan brevemente los argumentos lógicos en que se basa la conclusión de este tipo de acuerdos, mientras que en la sección 3 se describe la base jurídica comunitaria de los mismos. En la sección 4 se ofrece una panorámica más detallada de los diversos acuerdos en vigor y se examinan los posibles acuerdos monetarios y cambiarios que puedan concluirse en el futuro que afecten a la zona del euro.

## **2 ARGUMENTO LÓGICO EN QUE SE BASAN LOS ACUERDOS MONETARIOS Y CAMBIARIOS CON ALGUNOS TERCEROS PAÍSES Y TERRITORIOS**

Todos los países y territorios que actualmente tienen algún acuerdo monetario en vigor con la Comunidad Europea tenían una motivación inmediata para introducir el euro, a saber, que estaban utilizando como moneda oficial una de las monedas nacionales que precedieron al euro antes de su introducción<sup>5</sup>. Anteriormente, Mónaco, Mayotte y San Pedro y Miquelón habían utilizado el franco francés como moneda oficial, mientras que San Marino y la Ciudad del Vaticano utilizaban la lira italiana. La solución más fácil ante la desaparición de estas monedas nacionales era sustituirlas por la moneda sucesora de la que estuvieron utilizando antes, es decir el euro, asegurando así la continuidad de los vínculos existentes entre esos terceros países y territorios y la Comunidad Europea.

El hecho de que esos países y territorios utilizaran una de las monedas nacionales que precedieron al euro naturalmente tenía razones más profundas. El elemento común es la existencia de un historial de lazos económicos y políticos estrechos entre cada uno de esos países y el país cuya moneda utilizaba como ancla. En los casos de Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano su situación geográfica y sus dimensiones fueron uno de los principales factores determinantes en el desarrollo de esos lazos.

Por lo que respecta a las ventajas de introducir el euro por mutuo acuerdo con la Comunidad Europea, uno

de los beneficios más tangibles es la eliminación de los costes de transacción asociados al cambio de las monedas utilizadas. Este beneficio será aún mayor para las pequeñas economías abiertas, ya que la mayor parte de las transacciones que realizan sus residentes se efectúan con no residentes. Entre los otros beneficios que conlleva introducir la moneda de otro país, y que a menudo se mencionan en la literatura económica, cabe destacar los efectos positivos sobre la estabilidad macroeconómica, las primas de riesgo para los prestatarios, el desarrollo del sector financiero nacional y la integración económica y financiera internacional.

La razón principal en la que se apoyan los acuerdos cambiarios que se analizan en este artículo era la continuación de las relaciones existentes. De forma más general, la ventaja que para los países que vinculan su moneda al euro conlleva la existencia de una paridad fija radica en su contribución a la estabilidad económica. En los casos descritos, no es tanto la paridad fija, sino más bien las sustanciales transferencias fiscales que realiza el país que sirve como garantía y que se necesitan para financiar los déficit por cuenta corriente del país beneficiario, lo que proporciona esa estabilidad. Además, un tipo de cambio estable conduce, en general, a la integración económica y financiera con el país que sirve de ancla o el área monetaria en cuestión.

La introducción del euro en terceros países y territorios y la existencia de vínculos garantizados también pueden entrañar diversos beneficios para la zona del euro. La introducción del euro fuera de la Comunidad se traducirá en un aumento de los ingresos en concepto de señoreaje. En los casos que se analizan, este beneficio puede sin embargo suponerse que sea mínimo, debido a las pequeñas dimensiones de las economías y al hecho de que a

4 Oficialmente, los acuerdos monetarios y cambiarios en los que participa el euro los suscribe o establece la Comunidad Europea. Sin embargo, cualquier decisión que se adopte a estos efectos corresponde, exclusivamente, a los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro. En estas circunstancias, los acuerdos descritos se definen como acuerdos de la zona del euro.

5 El término «monedas nacionales que precedieron al euro» se refiere a las antiguas monedas nacionales de los Estados miembros de la UE que han sido sustituidas por el euro.

Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano se les permite emitir algunas cantidades de sus propias monedas en euros (véase más adelante). Además, los acuerdos con terceros países también pueden utilizarse para garantizar su cooperación en materias de interés para la zona del euro, como la lucha contra la falsificación, el blanqueo de dinero, la evasión fiscal y la supervisión y regulación bancarias. Por último, la introducción del euro en terceros países y territorios puede servir como medio para que la Comunidad confirme y fortalezca en mayor medida los lazos económicos financieros históricos con esos países y territorios.

Si bien los acuerdos monetarios y cambiarios vienen motivados por los posibles beneficios que entrañan, hay que señalar que su conclusión no está exenta de costes o riesgos. Por ejemplo, la obligación de los terceros países de garantizar la aplicabilidad de la legislación pertinente de la UE conlleva, evidentemente, ciertos costes. Además, el hecho de que sacrifiquen la posibilidad de ajustar su tipo de cambio también puede considerarse como un coste que han de asumir los terceros países que han introducido el euro<sup>6</sup>.

### 3 EL MARCO JURÍDICO

Como se explicó anteriormente, el ámbito de aplicación de los apartados 1 y 2 del artículo 111 del Tratado que abarcan los sistemas cambiarios y las orientaciones generales de la política cambiaria de la zona del euro es muy claro. Sin embargo, no puede decirse lo mismo del apartado 3 de dicho artículo, especialmente en lo que se refiere a la firma de acuerdos monetarios. Por consiguiente, la cuestión principal se plantea en el sentido de si el Tratado contempla o no una base jurídica para la conclusión de dichos acuerdos. De hecho, si bien el Tratado prevé que la moneda única sea la moneda de la Comunidad Europea (es decir, dentro de sus límites geográficos), no menciona la introducción del euro fuera de la Comunidad. No obstante, se ha llegado entre tanto a un consenso, en virtud del cual la expresión «acuerdos en materia de régimen monetario», que se utiliza en el apartado 3 del artículo 111, abarcaría también la introducción del euro fuera de las fronteras de

la Comunidad. Hasta la fecha, sólo se ha invocado este apartado para la firma de acuerdos monetarios con países que estuvieran utilizando alguna de las monedas nacionales que precedieron al euro antes de su sustitución por éste.

A pesar de lo que se afirma en el párrafo anterior, y como reflejo de la incertidumbre respecto a cuál debe ser la base jurídica más apropiada, el euro se introdujo en los territorios franceses de ultramar de Mayotte y San Pedro y Miquelón el 1 de enero de 1999 (al mismo tiempo que en la Comunidad), a tenor de lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 123, que permite al Consejo adoptar medidas «para la rápida introducción del euro»<sup>7</sup>.

El ámbito de aplicación de los acuerdos monetarios con terceros países y territorios puede ir mucho más allá de la mera utilización del euro como moneda oficial. En este tipo de acuerdos se abordan diversos temas afines, por ejemplo, la lucha contra la falsificación y otros asuntos que entran dentro de las competencias del Eurosistema, como las operaciones de política monetaria, los sistemas de pagos y los billetes.

En cuanto a los acuerdos cambiarios suscritos sobre la base del apartado 3 del artículo 111, como ya se explicó anteriormente, la mejor forma de describir su ámbito de aplicación es por exclusión. Por consiguiente, dichos acuerdos abarcan todos los temas no incluidos en los apartados 1 y 2 del artículo 111 del Tratado. Hasta ahora, los casos más pertinentes han sido los acuerdos relativos a la vinculación de terceras monedas con el euro.

Por lo que respecta a la conclusión de acuerdos monetarios y cambiarios, el apartado 3 del artículo 111 del Tratado establece un procedimiento en el que participan el Consejo, la Comisión y el BCE. En la práctica,

6 En los siguientes artículos del Boletín Mensual («Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero del 2003, y «El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre del 2003) se describen con más detalle los costes y riesgos potenciales asociados a la firma de acuerdos monetarios y cambiarios.

7 Decisión 1999/95/CE del Consejo, de 31 de diciembre de 1998 sobre el régimen monetario de las entidades territoriales francesas de San Pedro y Miquelón y Mayotte; DO L 30, 4.2.1999, p. 29.

este procedimiento puede dividirse en tres etapas. En la etapa inicial, el Consejo, basándose en una recomendación de la Comisión Europea, y tras consultar con el BCE, establece las condiciones para la negociación y la firma de dichos acuerdos. La segunda etapa corresponde a las negociaciones propiamente dichas, que concluyen con la redacción de un proyecto de acuerdo en el que se abordan todos los temas incluidos en las condiciones. Además de la Comisión Europea, que está obligada por ley a participar plenamente en las negociaciones, también participa el BCE. Finalmente, el Consejo suscribe el acuerdo (pudiendo ordenar a un Estado miembro que actúe en su nombre).

Desviándose del procedimiento relativo a la conclusión de acuerdos monetarios y cambiarios bilaterales, el apartado 3 del artículo 111 del Tratado también permite la adopción de decisiones unilaterales por parte del Consejo con respecto a las relaciones monetarias y cambiarias de la zona del euro frente a terceros países. El Consejo consulta también al BCE antes de adoptar esas decisiones.

#### 4 ACUERDOS MONETARIOS Y CAMBIARIOS EN VIGOR

A continuación, se describen los acuerdos monetarios y cambiarios en vigor con la Comunidad Europea. La primera sección se refiere a los acuerdos suscritos con Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano, como países europeos independientes, para reemplazar una moneda nacional por el euro. También se hace referencia a las negociaciones en curso con Andorra. En la sección siguiente se describen los acuerdos relativos a la introducción del euro en los territorios franceses de Mayotte y San Pedro y Miquelón, que forman parte de Francia, pero no de la Comunidad Europea. Además, se ofrecen algunas aclaraciones respecto al uso del euro en los departamentos franceses de ultramar, que son parte integrante de la zona del euro. En la tercera sección se analizan los vínculos cambiarios entre el euro y el escudo de Cabo Verde, el franco CFA y el franco de las Comoras. El tipo de cambio fijo entre el euro y el franco CFP, que se utiliza en la Polinesia Francesa, Nueva Caledonia y dependencias, así como en las Islas Wallis y Futuna se analiza en la sección cuarta, habida cuenta de la base jurídica especial en que se

sustenta<sup>8</sup>. Por último, en la sección quinta se presenta una panorámica de los casos de acuerdos monetarios y cambiarios que podrían plantearse en el futuro si Dinamarca y el Reino Unido deciden incorporarse a la zona del euro. Estos acuerdos afectarían a Groenlandia y las Islas Feroe, que son regiones autónomas dentro del Reino de Dinamarca, y a las Islas Anglonormandas (Jersey y Guernesey), la Isla de Man, Gibraltar, las Islas Malvinas y Santa Helena y dependencias, que mantienen, todas ellas, relaciones especiales con el Reino Unido.

#### 4.1 ACUERDOS MONETARIOS CON MÓNACO, SAN MARINO Y LA CIUDAD DEL VATICANO, Y NEGOCIACIONES CON ANDORRA

Tras la introducción del euro en 1999, la Comunidad Europea inició la renegociación de los acuerdos en vigor con Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano. Hasta finales del 2001, y en base a un acuerdo monetario con Francia, se utilizó en Mónaco el franco francés, mientras que en San Marino y la Ciudad del Vaticano, la moneda oficial era la lira italiana, en base a los acuerdos suscritos con Italia. En la Declaración n° 6 anexa al Tratado, la Comunidad se comprometió a renegociar estos acuerdos en vista de la introducción del euro. En nombre de la Comunidad, Francia negoció con Mónaco, mientras que Italia se encargó de las negociaciones con San Marino y la Ciudad del Vaticano. El BCE también participó en esas negociaciones en los temas que entraban dentro de su ámbito de competencia. A finales del 2000, se habían suscrito sendos acuerdos con San Marino y la Ciudad del Vaticano y, en el 2001, justo antes de la introducción de los billetes y monedas en euros, se firmó un acuerdo con Mónaco<sup>9</sup>. Estos acuerdos presentan varios aspectos en común.

<sup>8</sup> Las siglas CFP corresponden a Cambio Franco Pacífico.

<sup>9</sup> Convenio Monetario entre la República Italiana, en nombre de la Comunidad Europea, y la República de San Marino (2001/C 209/01 de 27.7.2001, suscrito el 29.11.2000); Convenio Monetario entre la República Italiana, en nombre de la Comunidad Europea, y el Estado de la Ciudad del Vaticano y, en su nombre, la Santa Sede (2001/C 299/01 de 25.10.2001, suscrito el 29.12.2000); Decisión del Consejo de 7 de octubre de 2003 relativa a la aprobación de determinadas modificaciones de los artículos 3 y 7 del Convenio monetario entre la República Italiana, en nombre de la Comunidad Europea, y el Estado de la Ciudad del Vaticano y, en su nombre, la Santa Sede, y por la que se autoriza a la República Italiana a aplicar estas modificaciones (2003/738/CE); Convenio Monetario entre el Gobierno de Francia, en nombre de la Comunidad Europea, y el Gobierno de Su Alteza Serenísima, el Príncipe de Mónaco (2001/L 142/59 de 31.05.2002, suscrito el 24./26.12.2001).

### Caras nacionales de las monedas de 1€ emitidas por Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano



### Cuadro I Cantidad máxima anual de monedas en euro que pueden emitir Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano

Monaco	San Marino	Ciudad del Vaticano
1/500 de la cantidad de monedas acuñadas en el mismo año por Francia	1.944.000 €	1.000.000 € más 300.000 € en el año en que: – La Santa Sede quede vacante; – Se celebre el Año Jubilar – Se inaugure un Año Eucuménico

En primer lugar, los acuerdos permiten a los tres países utilizar el euro como moneda oficial, lo que les obliga a otorgar carácter de moneda de curso legal a los billetes y monedas en euros a partir del 1 de enero de 2002. En segundo lugar, si bien a estos países no se les permite emitir billetes, sí están autorizados a emitir una cantidad concreta de monedas en euros cada año. En el caso de San Marino y la Ciudad del Vaticano, la cantidad de monedas que pueden acuñar se ha fijado en términos absolutos, mientras que, en el caso de Mónaco, la cantidad anual se ha definido como proporción del número de monedas acuñadas por Francia durante el mismo año. La cantidad de monedas en euros que se permite acuñar cada año a San Marino y a la Ciudad del Vaticano se ajusta periódicamente en función de un indicador de precios de consumo italiano. El acuerdo con Mónaco no contempla un ajuste periódico de esa naturaleza. En el cuadro I se presenta un resumen de las cantidades de monedas en euros que estos tres países están autorizados actualmente a acuñar cada año. El motivo de las diferencias en la metodología utilizada para determinar las cantidades anuales de monedas correspondientes a San Marino y la Ciudad del Vaticano, por un lado, y a Mónaco, por el otro, es de carácter histórico: en los acuerdos bilaterales previos con Italia también se especificaban cantidades absolutas para los dos primeros, mientras que en el anterior acuerdo bilateral suscrito entre Francia y Mónaco la cantidad se determinaba en forma de proporción.

Las monedas en euros acuñadas por los tres países han de ser idénticas a las acuñadas por los países de la zona del euro en lo que se refiere a su valor nominal, su carácter de moneda de curso legal, sus características físicas, el diseño artístico de la cara común y el diseño artístico compartido de la cara nacional. Al principio de esta columna se reproduce la cara nacional de las monedas de circulación de un euro

emitidas por Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano.

Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano están autorizados a acuñar monedas destinadas a la circulación, monedas de colección y monedas conmemorativas. Las primeras se acuñan en las denominaciones acordadas para las monedas en euros (1, 2, 5, 10, 20 y 50 céntimos y 1 y 2 euros). Las monedas de circulación emitidas por estos tres países son moneda de curso legal en todos los países que utilizan el euro como moneda oficial. Las monedas de colección se emiten con ocasión de algún acontecimiento nacional y en denominaciones diferentes a las de las monedas de circulación, y sólo son monedas de curso legal en el país en que se emiten. Por último, al igual que los países de la zona del euro, estos países pueden acuñar también monedas para circulación de carácter conmemorativo. Estas monedas tienen un valor nominal de dos euros y se acuñan para conmemorar acontecimientos de importancia histórica. Como todas las demás monedas de circulación, son monedas de curso legal en todos los países que usan el euro como moneda oficial. El valor nominal total de las monedas de circulación, de colección y conmemorativas emitidas por Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano ha de mantenerse dentro de los límites de sus respectivas cuotas anuales. A San Marino se le permite seguir acuñando monedas de oro denominadas en «scudi», sin que ello repercuta en la cantidad en euros que el país está autorizado a emitir anualmente<sup>10</sup>. Las monedas denominadas en «scudi» no son monedas de curso legal fuera de San Marino. La Ciudad del Vaticano puede emitir monedas de colección en monedas distintas del euro, pero estas monedas no se considerarían de curso legal en la Comunidad Europea.

<sup>10</sup> San Marino emitió monedas de oro con valor expresado en «scudi» (singular «scudo») por primera vez en 1974.

Las monedas en euros de Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano se acuñan en las instituciones encargadas de acuñar las monedas en euros de Francia e Italia<sup>11</sup>. Los costes de acuñación se les cobran a Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano, pero todos los ingresos derivados de la acuñación se devengan a sus presupuestos nacionales.

En tercer lugar, para subrayar la responsabilidad compartida respecto a los billetes y monedas en euros, se ha acordado que Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano cooperarán estrechamente con la Comunidad Europea para combatir la falsificación de dichos billetes y monedas y reprimir y castigar este tipo de delito dentro de sus territorios.

En el caso de Mónaco, se ha acordado que las entidades de crédito locales tengan acceso a los sistemas de pagos de la zona del euro y a las operaciones de política monetaria del Eurosistema. El acuerdo se basa efectivamente en los acuerdos monetarios suscritos entre Francia y Mónaco vigentes hasta finales del 2001, en virtud de los cuales todas las entidades de crédito con sede en Mónaco eran consideradas, en la práctica, como entidades de crédito con sede en Francia. Las instituciones monegascas eran supervisadas por las autoridades francesas competentes, tenían acceso a las operaciones de política monetaria de la Banque de France en las mismas condiciones que los bancos franceses y estaban sujetas a las mismas exigencias de reservas mínimas y de información estadística. Las estadísticas monetarias, bancarias y de balanza de pagos de Francia incluían datos de Mónaco. Además, las entidades de crédito residentes en Mónaco participaban plenamente, en pie de igualdad con los bancos franceses, en los sistemas de pagos de Francia. El acuerdo monetario entre la Comunidad Europea y Mónaco, suscrito a finales del 2001, contempla el mantenimiento de esta situación dentro del nuevo contexto de la UEM. A tal efecto, estipula que las entidades de crédito monegascas tendrán acceso a los sistemas interbancarios de liquidación y pagos y a los sistemas de liquidación de valores de la Unión Europea en las mismas condiciones que las entidades de crédito en Francia y estarán sujetas a las mismas medidas que adopte la Banque de France para la aplicación de las disposiciones del BCE en materia de procedimientos e instrumentos de política monetaria que las entidades de

crédito francesas. Para facilitar el mantenimiento de estos acuerdos tras la introducción del euro, en el acuerdo con Mónaco se detallan las condiciones de acceso de las entidades de crédito monegascas a los sistemas de pagos de la zona del euro y a las operaciones de política monetaria del Eurosistema. De conformidad con estas condiciones, los bancos monegascos permanecerán bajo la supervisión de las autoridades francesas competentes, y el marco jurídico de la UE pertinente para la UEM, incluidos los actos jurídicos del BCE, se aplicará igualmente a Mónaco. Al hacer que el marco jurídico de la UE que rige las actividades de las entidades de crédito sea aplicable también a Mónaco, la Comunidad Europea se propone garantizar el principio de «igualdad de condiciones» en el sector financiero.

Los acuerdos con San Marino y la Ciudad del Vaticano contemplan la posibilidad de que las entidades de crédito que operan dentro de estos territorios también tengan acceso en el futuro a los sistemas de pagos de la zona del euro, pero hasta la fecha no se ha establecido dicho acceso.

Para facilitar la puesta en práctica del acuerdo monetario entre la Comunidad Europea y Mónaco se ha creado un «Comité Conjunto», integrado por representantes de Mónaco, Francia, la Comisión Europea y el BCE. El Comité se reúne, por regla general, una vez al año.

Desde el comienzo del año 2002, Andorra ha utilizado el euro como moneda oficial. Sin embargo, a diferencia de Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano, la decisión no se basa en un acuerdo monetario con la Comunidad Europea. Andorra, que había utilizado el franco francés y la peseta española hasta finales del 2001, otorgó unilateralmente carácter de moneda de curso legal a los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002<sup>12</sup>. En el año 2003, Andorra solicitó formalmente a la Comunidad suscribir un acuerdo monetario y, en el año 2004, la Comunidad decidió que estaba preparada para abrir negociaciones. Dichas negociaciones se iniciaron en el año 2004 y continúan actualmente su curso.

11 En Francia, las monedas en euros las imprime el «Hôtel de la Monnaie de Paris». En Italia, esta función la realiza el «Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato».

12 La ley relativa a la adopción unilateral del euro por parte de Andorra se aprobó el 11 de octubre de 2000.

#### 4.2 EL EURO EN MAYOTTE, SAN PEDRO Y MIQUELÓN Y LOS DEPARTAMENTOS FRANCESES DE ULTRAMAR

Cuatro Estados miembros de la UE —Dinamarca, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido— mantienen relaciones especiales con países y territorios de ultramar (PTU) que forman parte, todos ellos, de los respectivos Estados miembros de la UE y, por lo tanto, no gozan de estatus independiente<sup>13</sup>. Además, estos PTU no forman parte de la Comunidad, sino que gozan de un estatus especial de «asociación». En la parte cuarta del Tratado se especifica la esencia de esta asociación, cuyo propósito general no es otro que el de fomentar el desarrollo económico y social de los países y territorios y establecer relaciones económicas estrechas entre ellos y la Comunidad en su conjunto. En el anexo 1 se incluye una panorámica completa de los regímenes monetarios y cambiarios aplicables en los 21 PTU asociados con la Comunidad.

De los 21 PTU asociados oficialmente con la Comunidad, siete forman parte de un país de la zona del euro. Cinco de ellos —la Polinesia Francesa, Mayotte, Nueva Caledonia y dependencias, San Pedro y Miquelón y las Islas de Wallis y Futuna— forman parte de Francia. Otros dos —Aruba y las Antillas Neerlandesas— pertenecen al Reino de los Países Bajos<sup>14</sup>.

En 1998, cinco de estos PTU tenían su propia moneda, mientras el franco francés era la moneda oficial de Mayotte y San Pedro y Miquelón. Como ninguno de estos dos territorios forma parte de la Comunidad Europea, lo que significa que el euro no habría reemplazado automáticamente al franco francés a partir del 1 de enero de 1999, se llegó a un acuerdo especial. El 31 de diciembre de 1998, el Consejo de la UE decidió explícitamente que el euro sustituiría al franco francés como moneda oficial de Mayotte y San Pedro y Miquelón con efectos a partir del 1 de enero de 1999, y que Francia otorgaría estatus de moneda de curso legal a los billetes y monedas en euros en esos territorios a partir del 1 de enero de 2002. A diferencia de Mónaco, San Marino y la Ciudad del Vaticano, Mayotte y San Pedro y Miquelón no están autorizados a emitir sus propias monedas en euros.

En su decisión el Consejo abordó también dos asuntos relacionados. Hasta finales de 1998, las entidades de crédito operantes en San Pedro y Miquelón tenían acceso a los servicios de refinanciación que prestaba el «Institut d'Emission des Départements d'Outre-Mer» (IEDOM), una institución francesa de carácter público con personalidad jurídica propia y autonomía financiera. Las autoridades francesas habían previsto que el IEDOM siguiera desempeñando la misma función a partir del 1 de enero de 1999, tanto en Mayotte como en San Pedro y Miquelón, garantizando así que los bancos operantes en esos territorios tuvieran acceso a operaciones de refinanciación. Además, el IEDOM habría de encargarse de poner en circulación los billetes y monedas en euros en estos dos territorios. Sin embargo, como el IEDOM no tenía estatus de banco central nacional de la zona del euro, especialmente en lo que respecta a su independencia, se consideró incompatible con el Tratado y con los Estatutos del SEBC y del BCE autorizar al IEDOM para realizar estas tareas del Eurosistema en los dos territorios franceses. En estas circunstancias, en sus decisiones de 31 de diciembre de 1998, el Consejo tomó nota de que Francia reformaría el estatus y las funciones del IEDOM a fin de asegurar su compatibilidad con el Tratado. De hecho, ello se logró convirtiendo a la institución en un organismo de la Banque de France.

Otro problema fue cómo garantizar, en aras de fomentar el trato equitativo en el sector financiero, que todos los actos jurídicos de la UE pertinentes para la UEM se aplicasen también en Mayotte y San Pedro y Miquelón, dado que estos territorios no forman parte de la Comunidad Europea. Para resolver este problema, la decisión del Consejo obliga a Francia a garantizar que todas las partes relevantes de la legislación comunitaria se apliquen en los dos territorios en cuestión.

Las relaciones concretas con los territorios franceses de Mayotte y San Pedro y Miquelón no deben confundirse con la situación que gozan la Guayana

13 Si bien los PTU no son independientes, la mayoría de ellos goza de un cierto grado de autonomía.

14 El Reino de los Países Bajos incluye Aruba, las Antillas Neerlandesas y los Países Bajos.

Francesa, Guadalupe, Martinica y la Isla de la Reunión en su calidad de departamentos de Francia. Estos cuatro departamentos son parte integrante tanto de Francia como de la Comunidad Europea. Por consiguiente el euro se introdujo en estos cuatro departamentos de ultramar al mismo tiempo y en las mismas condiciones que en la metrópoli.

### **4.3 LOS VÍNCULOS CAMBIARIOS DEL ESCUDO DE CABO VERDE, EL FRANCO CFA Y EL FRANCO DE LAS COMORAS CON EL EURO**

Con el inicio de la UEM, las competencias no sólo en materia de política monetaria sino también de política cambiaria se transfirieron a la Comunidad. Como resultado, los países miembros de la zona del euro ya no pueden suscribir acuerdos cambiarios con terceros países. Además, la transferencia de competencias significa que para mantener los acuerdos cambiarios suscritos antes de 1999 se requiere la aprobación de la Comunidad. En 1998, Francia y Portugal pidieron que se mantuvieran sus acuerdos cambiarios en vigor. En el caso de Francia se trataba de tres acuerdos. El primero era un acuerdo suscrito con la Unión Económica y Monetaria del África Occidental integrada por Benín, Burkina Faso, Guinea Bissau, Costa de Marfil, Malí, Níger, Senegal y Togo. La contraparte de Francia en el segundo acuerdo era la Unión Económica y Monetaria del África Central, que incluye a Camerún, la República Centroafricana, Chad, Congo, Guinea Ecuatorial y Gabón. Las monedas que se utilizan en estas dos uniones monetarias tienen el mismo nombre: franco CFA. El tercer acuerdo cambiario suscrito por Francia era con las Comoras. El objetivo de estos acuerdos era garantizar la convertibilidad del franco CFA y del franco de las Comoras en francos franceses a una paridad fija. Portugal había suscrito un acuerdo cambiario con Cabo Verde a fin de permitir la convertibilidad del escudo de Cabo Verde en escudos portugueses a una paridad fija. Para garantizar la convertibilidad del franco CFA y del franco de las Comoras frente al franco francés y del escudo de Cabo Verde frente al escudo portugués, tanto Francia como Portugal habían prestado servicios de crédito limitados, en función de los cuales las respectivas contrapartes signatarias de los acuerdos podrían utilizar recursos en el caso de

que no tuvieran las divisas necesarias para convertir la moneda nacional a la moneda utilizada como ancla.

La solicitud de ampliar estos acuerdos cambiarios y de sustituir los vínculos con las dos monedas nacionales que precedieron al euro por vínculos con el euro fue aprobada por el Consejo de la Unión Europea. Como resultado, el franco CFA, el franco de las Comoras y el escudo de Cabo Verde han estado vinculados al euro desde el 1 de enero de 1999<sup>15</sup>. No obstante, en sus decisiones de 23 de noviembre de 1998 (franco CFA y franco de las Comoras) y de 21 de diciembre de 1998 (escudo de Cabo Verde), el Consejo explicó claramente que, a pesar de la autorización para vincular estas tres monedas al euro, ni la Comunidad, ni el BCE, ni parte alguna del Euro-sistema se convertirían en parte contratante de los acuerdos. En particular, las decisiones excluyen cualquier obligación financiera o de otro tipo por parte de la Unión Europea y del Eurosistema como resultado de la existencia de estos vínculos y, concretamente, cualquier intervención por parte del BCE o del Eurosistema. Más bien todas las obligaciones que conllevan los acuerdos bilaterales corresponden a Francia y Portugal, lo que conlleva unos riesgos asociados de naturaleza presupuestaria. En este contexto, tanto Francia como Portugal han asegurado que las posibles implicaciones financieras de las garantías no serían sustanciales.

Si bien Francia y Portugal tienen que hacerse cargo de todas las obligaciones que implican los acuerdos cambiarios antes mencionados, cualquier enmienda de los mismos sigue correspondiendo a la Comunidad. Por lo tanto, en caso de que las partes deseen modificar la naturaleza o el ámbito de aplicación de los acuerdos, deberán en primer lugar presentar sus propuestas a la Comisión, al BCE y al Comité Económico y Financiero, a fin de preparar el procedimiento prescrito en el apartado 3 del artículo 111 del Tratado (véase la sección referente al marco jurídico). Además, si las partes acordaran modificar la paridad entre el euro y una o más de las terceras monedas en cuestión tendrían que informar al Comité Económico y Financiero.

15 Los tipos de cambio fijos son 1 euro = 655.957, XOF 1 euro = 491,96775 KMF y 1 euro = 110,265 CVE respectivamente.

#### 4.4 EL VÍNCULO CAMBIARIO DEL FRANCO CFP CON EL EURO

Además de los acuerdos descritos en la sección anterior, también se establece un vínculo entre el euro y el franco CFP, que es la moneda que se utiliza en la Polinesia Francesa, Nueva Caledonia y dependencias y las Islas de Wallis y Futuna. La moneda de estos territorios, que forman parte de Francia pero no de la Comunidad<sup>16</sup>, había estado vinculada anteriormente al franco francés.

Para sustituir el antiguo vínculo por un vínculo con el euro<sup>17</sup> a partir del 1 de enero de 1999, no era necesaria una decisión concreta del Consejo, a diferencia de lo ocurrido con el escudo de Cabo Verde, el franco CFA y el franco de las Comoras. Ello fue así porque la sustitución ya se había previsto en el Protocolo sobre Francia, un anexo al Tratado. En el Protocolo se estipula que Francia mantendrá el privilegio de emisión de moneda en sus territorios de ultramar en las condiciones establecidas en la legislación nacional y tendrá derecho exclusivo a determinar la paridad del franco CFP. Esto significa también que cuando Francia desee modificar la paridad del franco CFP con el euro tendrá libertad para hacerlo sin necesidad de que intervenga obligatoriamente ninguna institución comunitaria.

La función de emitir billetes y monedas denominados en francos CFP se le ha asignado a la Institution d'Emission d'Outre-Mer (IEOM), que, al igual que el IEDOM (véase más arriba) es también una institución pública de la República Francesa con personalidad jurídica propia y autonomía financiera. Si bien no existen vínculos financieros entre la IEOM y la Banque de France o cualquier otra parte del Eurosistema, el gobernador de la Banque de France participa en el gobierno de la IEOM en su calidad de presidente del consejo de supervisión de este organismo.

#### 4.5 ACUERDOS MONETARIOS Y CAMBIARIOS QUE PODRÍAN SUSCRIBIRSE EN EL FUTURO

Todos los acuerdos monetarios y cambiarios suscritos hasta ahora por la Comunidad corresponden a casos en los que los Estados miembros de la UE

participaban en convenios bilaterales de la misma naturaleza antes de incorporarse a la zona del euro. En el caso de los Estados miembros que todavía no han adoptado el euro, sólo Dinamarca y el Reino Unido mantienen acuerdos monetarios y cambiarios especiales de naturaleza comparable. Por consiguiente, podría resultar necesario suscribir acuerdos similares si estos dos países decidieran incorporarse a la zona del euro. Para poder entender mejor lo que podría estar en juego en el futuro, se presenta a continuación una descripción sucinta de las relaciones monetarias y cambiarias pertinentes, que afectan a Groenlandia y las Islas Feroe, en el caso de Dinamarca, y a las Islas Anglonormandas, las Isla de Man, las Islas Malvinas, Santa Helena y dependencias y Gibraltar, en el caso del Reino Unido.

Por lo que respecta a Dinamarca, tanto Groenlandia como las Islas Feroe son regiones autónomas dentro del reino de Dinamarca. Al mismo tiempo, no forman parte de la Comunidad, aunque Groenlandia tiene estatus de país y territorio de ultramar asociado con la Comunidad.

En las Islas Feroe, son moneda de curso legal<sup>18</sup> tanto los billetes en coronas de las Islas Feroe como la corona danesa. Los billetes de las Islas Feroe tienen las mismas denominaciones y tamaños que los billetes daneses y son convertibles al tipo de cambio de uno por uno. Como no existen monedas emitidas en coronas de las Islas Feroe, sólo circulan las monedas danesas. La autoridad para emitir billetes en las Islas Feroe corresponde al Primer Ministro de Dinamarca y se ejerce en cooperación con el gobierno local. Los billetes en coronas de las Islas Feroe los imprime el Danmarks Nationalbank. Las entidades de crédito de las Islas Feroe tienen el mismo acceso a las operaciones de política monetaria del Danmarks Nationalbank que los bancos daneses. Además, también están sujetos a la supervisión de la Autoridad de Supervisión Financiera de Dinamarca.

16 Los territorios pertenecen al grupo de países y territorios de ultramar (PTU) que, como se explica anteriormente en este artículo, gozan de un estatus especial de «asociación» con la Comunidad.

17 El tipo de cambio fijo es de 1 euro = 119,332 XPF.

18 A diferencia de Groenlandia, las Islas Feroe no forman parte del grupo de 21 PTU asociados a la Comunidad.

Las relaciones monetarias con Groenlandia son incluso más estrechas, ya que la región forma parte del área monetaria danesa. En Groenlandia sólo es moneda de curso legal la corona danesa. Para el resto, la situación es comparable a la de las islas Feroe.

Por lo que se refiere a la situación que surgiría si Dinamarca adoptara el euro, en el Protocolo sobre Dinamarca, que se plasma en un anexo al Tratado, se estipula que una medida de estas características no afectaría al derecho del Danmarks Nationalbank de desempeñar sus funciones actuales en relación con las regiones del reino de Dinamarca que no formen parte de la Comunidad.

En lo que respecta al Reino Unido, dentro de Europa el país mantiene relaciones monetarias especiales con las Islas Anglonormandas (Jersey y Guernesey), la Isla de Man y Gibraltar. Fuera de Europa, ocurre lo mismo con las Islas Malvinas y Santa Helena y dependencias. Las Islas Anglonormandas tienen un estatus constitucional específico como dependencias de la Corona Británica. Como tales, no son independientes, sino más bien posesiones de la Corona Británica. No forman parte ni del Reino Unido ni de la Unión Europea. Cada una de estas dependencias tiene autoridad para emitir su propia moneda y, de hecho, así sucede (libra de Jersey, libra de Guernesey, libra de Man). Tanto las libras locales como la libra esterlina son moneda de curso legal en las respectivas islas, en las que circulan en régimen de paridad.

Gibraltar tiene un estatus especial. Es un territorio de ultramar del Reino Unido y, al mismo tiempo, forma parte de la Unión Europea<sup>19</sup>. Sin embargo, algunas disposiciones de la Comunidad no se aplican en Gibraltar. Tanto la libra esterlina como la libra gibraltareña, esta última emitida por las autoridades locales, son moneda de curso legal en Gibraltar y circulan en régimen de paridad.

Las Islas Malvinas y Santa Helena y dependencias son territorios británicos de ultramar y tienen la categoría de países y territorios británicos de ultramar asociados a la Comunidad. También emiten su propia moneda, a saber, la libra de las Islas Malvinas y la libra de Santa Helena. Tanto las libras locales como la libra esterlina son moneda de curso legal en los respectivos territorios y son convertibles a la par. La libra de las Islas Malvinas y la libra esterlina son también moneda de curso legal en las Islas de Georgia del Sur y las Islas Sandwich del Sur.

## 5 CONCLUSIONES

El establecimiento de relaciones monetarias y cambiarias no es en sí un objetivo de la Comunidad, sino que más bien tiene su origen en circunstancias y necesidades concretas, como se explica en este artículo. El objetivo fundamental de todos los acuerdos ha sido garantizar la continuidad de los regímenes en vigor tras la introducción del euro y, de esa manera, evitar que se alteren las relaciones. El limitado número de acuerdos suscritos hasta la fecha ha funcionado de forma fluida y no ha planteado problemas en lo que se refiere a la aplicación de las políticas económicas de la Unión Europea, especialmente, la ejecución de las políticas monetaria y cambiaria del BCE. Al mismo tiempo, los regímenes cambiarios han ayudado a los países y territorios en cuestión a desarrollar sus lazos económicos con la Comunidad, especialmente, en materia de comercio exterior, sobre la base de un tipo de cambio estable, lo que se confirma aún más en el caso de los países y territorios con los que la Comunidad ha establecido acuerdos monetarios.

<sup>19</sup> Gibraltar no forma parte del grupo de 21 PTU asociados a la Comunidad.

## Anexo I Regímenes monetarios y cambiarios vigentes en los países y territorios de ultramar (PTU) asociados a la Comunidad

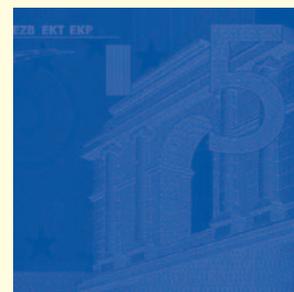
PTU (adscripción a los Estados miembros)	Moneda	Regímenes monetarios y cambiarios
<b>1. PTU en los que se ha introducido el euro</b>		
Mayotte (FR) San Pedro y Miquelón (FR)	euro	Se aplica la política y el régimen monetario del Eurosistema
<b>2. PTU con una moneda vinculada al euro</b>		
Polinesia Francesa (FR) Nueva Caledonia (FR) Islas de Wallis y Futuna (FR)	Franco CFP (Cambio Franco Pacifico)	La paridad con el euro está garantizada por el Tesoro francés (1000 francos CFP = 8,38 euros)
<b>3. PTU que forman parte de una unión monetaria con un Estado miembro de la UE no perteneciente a la zona del euro</b>		
Groenlandia (DK)	Corona danesa	Groenlandia forma parte del área monetaria danesa
<b>4. PTU con un sistema de <i>currency board</i> vinculado a la moneda de un Estado miembro no perteneciente a la zona del euro</b>		
Islas Malvinas (UK)	Libra de las islas Malvinas (FKP) y libra esterlina	Sistema de <i>currency board</i> vinculado a la libra esterlina (FKP y SHP: GBP = 1:1)
Islas Georgia del Sur y Sandwich del Sur (UK)	Libra de las islas Malvinas (FKP) y libra esterlina	
Santa Helena y dependencias (UK)	Libra de Santa Helena (SHP) y libra esterlina	
<b>5. PTU que han vinculado su propia moneda al dólar estadounidense</b>		
Aruba (NL)	Florín de Aruba	Vínculo unilateral al dólar de EEUU
Antillas Neerlandesas (NL)	Florín de las Antillas	Vínculo unilateral al dólar de EEUU
Bermudas (UK)	Dólar de Bermudas	Vínculo unilateral al dólar de EEUU
Islas Caimán (UK)	Dólar de las islas Caimán	Sistema de <i>currency board</i> vinculado al dólar de EEUU
<b>6. PTU que forman parte de una unión monetaria con terceros países</b>		
Anguila (UK) Montserrat (UK)	Dólar del Caribe Oriental	Parte de la Unión Monetaria del Caribe Oriental, que cuenta con un sistema de <i>currency board</i> vinculado al dólar de EEUU <sup>1)</sup>
<b>7. PTU que han adoptado unilateralmente una moneda de países no pertenecientes a la UE</b>		
Islas Pitcairn (UK)	Dólar neozelandés	Dolarización (Nueva Zelanda) unilateral
Islas Turcas y Caicos (UK) Islas Vírgenes Británicas (UK)	Dólar de EEUU	Dolarización unilateral
<b>8. PTU sin moneda</b>		
Territorios Australes y Antárticos Franceses (FR) <sup>2)</sup> Territorio Británico Antártico (UK) Territorio Británico del Océano Índico (UK)	Sin moneda	-

1) Los siguientes países son miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental: Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas.

2) El Tratado de la Antártida, firmado el 1 de diciembre de 1959, que entró en vigor el 23 de junio de 1961, estableció el marco jurídico para la gestión de la Antártida. A finales del 2003, 45 países eran miembros del Tratado: 28 consultivos y 17 no consultivos. Los miembros consultivos incluyen siete países que reclaman partes de la Antártida como territorio nacional. Los reclamantes son Argentina, Australia, Chile, Francia, Nueva Zelanda, Noruega y el Reino Unido (fuente: CIA, The World Factbook). El Tratado de la Antártida no reconoce estas reclamaciones.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2005 II	9,8	7,5	7,1	-	7,6	13,1	2,12	3,41
III	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,2	2,13	3,26
IV	10,9	8,5	7,8	-	8,9	14,6	2,34	3,42
2006 I	.	.	.	-	.	.	2,61	3,56
2005 Oct	11,1	8,6	7,9	8,0	8,9	14,8	2,20	3,32
Nov	10,5	8,2	7,6	7,6	9,0	14,1	2,36	3,53
Dic	11,3	8,4	7,3	7,5	9,1	15,7	2,47	3,41
2006 Ene	10,2	8,4	7,6	7,6	9,6	15,8	2,51	3,39
Feb	9,9	8,6	8,0	.	10,3	.	2,60	3,55
Mar	.	.	.	.	.	.	2,72	3,73

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

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	1,9	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,6	1,3	1,2	81,2	.	8,6
2005 II	2,0	3,9	2,5	1,2	0,7	81,0	0,8	8,7
III	2,3	4,2	2,3	1,6	1,5	81,0	0,8	8,5
IV	2,3	4,4	2,4	1,7	2,0	81,4	.	8,4
2006 I	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Oct	2,5	4,2	-	-	0,3	81,1	-	8,3
Nov	2,3	4,2	-	-	3,0	-	-	8,4
Dic	2,2	4,7	-	-	2,8	-	-	8,3
2006 Ene	2,4	5,2	-	-	2,6	81,7	-	8,3
Feb	2,3	5,4	-	-	.	-	-	8,2
Mar	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 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-15,8	58,5	-153,8	144,7	320,2	103,0	105,2	1,2441
2005 II	-9,7	18,4	-11,6	103,3	302,3	103,4	105,6	1,2594
III	-0,9	16,3	-97,6	92,6	310,9	101,9	104,1	1,2199
IV	-9,9	8,3	-24,6	-55,0	320,2	100,9	103,2	1,1884
2006 I	.	.	.	.	.	101,2	103,5	1,2023
2005 Oct	-6,8	3,2	-6,4	-6,6	310,5	101,4	103,5	1,2015
Nov	-6,4	2,5	-12,9	-34,7	322,7	100,7	103,0	1,1786
Dic	3,2	2,5	-5,3	-13,8	320,2	100,7	103,1	1,1856
2006 Ene	-10,3	-6,8	5,1	-38,2	332,0	101,4	103,6	1,2103
Feb	.	.	.	.	332,1	100,7	103,0	1,1938
Mar	.	.	.	.	.	101,5	103,9	1,2020

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

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

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las notas técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

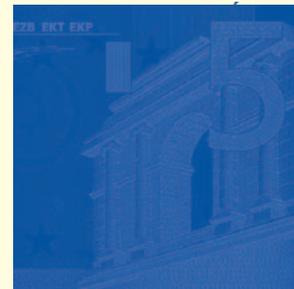
### 1. Activo

	2006 10 Mar	2006 17 Mar	2006 24 Mar	2006 31 Mar
<b>Oro y derechos en oro</b>	163.289	163.182	163.088	180.785
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	151.609	150.140	151.044	144.696
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	25.329	25.827	26.880	25.763
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	11.166	11.942	11.784	11.389
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	408.027	400.566	408.028	404.053
Operaciones principales de financiación	298.000	290.501	298.001	284.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	110.018	110.018	110.018	120.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	9	47	0	53
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	9	0
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	4.335	5.113	5.120	5.914
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	94.592	93.830	95.315	94.845
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	40.587	40.587	40.587	40.570
<b>Otros activos</b>	153.322	152.811	154.281	159.462
<b>Total activo</b>	1.052.256	1.043.998	1.056.127	1.067.477

### 2. Pasivo

	2006 10 Mar	2006 17 Mar	2006 24 Mar	2006 31 Mar
<b>Billetes en circulación</b>	555.480	554.745	553.259	557.150
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	159.729	160.253	159.926	156.118
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	159.696	160.241	159.915	155.762
Facilidad de depósito	32	12	11	355
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	0	0	1
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	158	158	158	136
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	59.950	52.036	66.134	63.071
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	13.231	13.665	13.835	14.709
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	257	157	147	148
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.306	9.578	11.827	9.178
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.920	5.920	5.920	5.825
<b>Otros pasivos</b>	66.133	66.307	63.739	66.706
<b>Cuentas de revalorización</b>	119.113	119.113	119.113	132.437
<b>Capital y reservas</b>	61.979	62.066	62.069	61.999
<b>Total pasivo</b>	1.052.256	1.043.998	1.056.127	1.067.477

Fuente: BCE.



## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
Operaciones principales de financiación							
2005 6 Dic	354.476	300	333.500	2,25	2,29	2,31	8
14	378.799	345	308.500	2,25	2,29	2,30	7
21	391.591	393	314.000	2,25	2,30	2,31	8
29	315.797	386	315.000	2,25	2,25	2,42	6
2006 4 Ene	359.312	353	316.000	2,25	2,30	2,31	7
11	378.353	368	309.000	2,25	2,30	2,31	7
18	400.188	409	324.000	2,25	2,30	2,31	7
25	392.854	408	316.000	2,25	2,30	2,31	7
1 Feb	387.275	389	290.000	2,25	2,30	2,31	7
8	421.394	384	293.500	2,25	2,31	2,31	7
15	414.904	394	295.000	2,25	2,31	2,31	7
22	402.410	393	308.000	2,25	2,31	2,32	6
28	370.255	346	301.500	2,25	2,32	2,34	8
8 Mar	379.105	393	298.000	2,50	2,56	2,57	7
15	366.649	411	290.500	2,50	2,56	2,57	7
22	395.001	419	298.000	2,50	2,56	2,57	7
29	362.447	391	284.000	2,50	2,57	2,58	7
5 Abr	380.014	397	280.000	2,50	2,57	2,58	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2005 28 Abr	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91
26 May	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98
30 Jun	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	91
28 Jul	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92
1 Sep	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84
28 Oct	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 Dic	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 <sup>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 Ene	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 Feb	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 Mar	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1
7 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 Ene	Operaciones temporales	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 Feb	Operaciones temporales	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- 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.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- 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.
- Se llevó a cabo una operación excepcional según el procedimiento normal para las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) debido a que una puja errónea impidió al BCE ejecutar la OFPML por el importe total el día anterior.

**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 I	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1
II	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9
III	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9
2005 Oct	13.712,6	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8
Nov	13.972,9	7.250,1	508,2	1.721,2	1.286,6	3.206,8
Dic	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006 Ene	14.165,7	7.451,5	517,8	1.766,1	1.215,4	3.215,0

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 17 Ene	153,3	154,1	0,8	0,0	2,29
7 Feb	154,7	155,4	0,7	0,0	2,30
7 Mar	157,7	158,3	0,6	0,0	2,30
11 Abr	158,9				

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria	
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 I	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
II	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
III	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8
IV	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006 17 Ene	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3
7 Feb	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9
7 Mar	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005 I	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	301,0	12,5	179,3
II	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	319,6	13,3	191,3
III	1.351,1	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	328,9	13,3	200,4
2005 Oct	1.370,1	630,5	21,2	0,6	608,6	184,2	166,4	2,1	15,7	-	14,4	326,9	13,3	200,8
Nov	1.386,9	630,8	21,2	0,6	608,9	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
Dic	1.404,8	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,1
2006 Ene	1.445,5	664,4	20,7	0,6	643,1	187,4	167,5	2,2	17,6	-	14,9	349,5	14,8	214,6
Feb <sup>(p)</sup>	1.445,2	657,6	20,7	0,6	636,3	187,1	167,2	2,2	17,8	-	15,1	353,6	14,7	217,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.825,3	811,3	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
2005 I	22.026,3	13.050,2	805,4	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,0	3.182,3	156,5	1.299,1
II	22.769,9	13.255,2	807,3	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,7
III	23.052,0	13.430,5	814,9	8.068,2	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,2	81,4	1.013,6	3.517,2	164,2	1.471,5
2005 Oct	23.294,3	13.589,9	811,0	8.133,4	4.645,4	3.434,5	1.399,9	522,0	1.512,5	83,7	990,1	3.577,3	165,1	1.453,9
Nov	23.762,4	13.697,7	805,4	8.217,6	4.674,7	3.551,3	1.483,9	543,5	1.523,9	87,1	1.009,4	3.717,0	165,3	1.534,7
Dic	23.601,5	13.682,8	831,2	8.283,1	4.568,5	3.504,7	1.439,7	552,1	1.512,9	84,9	1.006,9	3.643,7	165,6	1.513,0
2006 Ene	23.913,0	13.800,3	826,5	8.383,0	4.590,7	3.547,5	1.459,1	555,8	1.532,6	87,0	1.032,1	3.745,6	164,5	1.536,0
Feb <sup>(p)</sup>	24.135,2	13.882,4	817,4	8.461,6	4.603,4	3.586,8	1.466,4	567,5	1.552,9	84,6	1.048,8	3.787,7	164,7	1.580,1

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 I	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
II	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
III	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
2005 Oct	1.370,1	554,7	413,6	46,3	17,5	349,7	-	0,6	184,2	27,3	189,8
Nov	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
Dic	1.404,8	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	201,9	27,6	207,2
2006 Ene	1.445,5	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	208,1	30,7	203,4
Feb <sup>(p)</sup>	1.445,2	568,6	429,2	56,5	19,7	353,0	-	0,1	210,8	29,7	206,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2003	19.795,4	-	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	-	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 I	22.026,3	-	11.653,2	126,3	6.706,2	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,7	1.771,5
II	22.769,9	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.976,0
III	23.052,0	-	11.905,5	135,1	6.986,7	4.783,7	712,9	3.807,0	1.277,3	3.353,7	1.995,6
2005 Oct	23.294,3	-	12.058,9	133,1	7.029,7	4.896,1	712,6	3.843,7	1.276,3	3.419,3	1.983,4
Nov	23.762,4	-	12.130,7	137,2	7.056,3	4.937,2	716,7	3.872,2	1.295,4	3.609,2	2.138,2
Dic	23.601,5	-	12.207,6	150,2	7.201,5	4.855,9	698,9	3.858,7	1.309,2	3.510,1	2.017,1
2006 Ene	23.913,0	-	12.216,6	133,7	7.212,7	4.870,2	695,4	3.889,3	1.341,1	3.608,1	2.162,6
Feb <sup>(p)</sup>	24.135,2	-	12.261,0	143,1	7.234,6	4.883,2	695,5	3.955,8	1.355,8	3.689,1	2.178,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 I	16.259,8	8.496,9	827,0	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,6	3.483,3	169,0	1.433,8
II	17.038,8	8.747,6	828,4	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,7
III	17.317,9	8.904,9	836,1	8.068,8	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
2005 Oct	17.452,5	8.966,3	832,3	8.134,0	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,4	1.610,5
Nov	17.880,2	9.044,9	826,6	8.218,2	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,1	178,6	1.695,2
Dic	17.843,4	9.135,6	851,9	8.283,8	2.159,4	1.605,3	554,1	707,1	3.980,7	180,3	1.680,3
2006 Ene	18.116,9	9.230,8	847,2	8.383,7	2.184,6	1.626,6	558,0	719,9	4.095,1	179,3	1.707,2
Feb <sup>(p)</sup>	18.315,1	9.300,3	838,1	8.462,2	2.203,2	1.633,5	569,7	737,4	4.141,2	179,4	1.753,6
<b>Operaciones</b>											
2003	794,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,8	-0,2
2004	1.268,0	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	437,6	2,7	201,5
2005 I	448,3	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	15,4	187,2	-4,1	60,5
II	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,5	126,4	1,0	132,7
III	256,6	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,2	1,0	-0,4
2005 Oct	134,4	61,2	-3,8	65,0	31,5	15,8	15,7	7,9	56,3	0,9	-23,4
Nov	217,6	77,7	-5,7	83,4	62,5	44,0	18,4	1,4	25,4	0,3	50,4
Dic	-49,8	88,7	23,7	65,0	-37,9	-46,2	8,3	-4,5	-81,6	2,1	-16,7
2006 Ene	291,2	86,0	-4,6	90,6	32,6	26,9	5,7	10,6	130,6	-1,3	32,6
Feb <sup>(p)</sup>	158,0	68,3	-9,7	77,9	18,6	6,9	11,7	15,1	10,6	0,1	45,3

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 I	16.259,8	471,8	187,4	6.723,8	614,5	2.145,5	1.063,0	3.110,5	1.942,9	0,4
II	17.038,8	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
III	17.317,9	507,1	182,4	7.002,0	631,5	2.284,1	1.162,1	3.381,1	2.185,4	-17,8
2005 Oct	17.452,5	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,0	1.158,7	3.446,6	2.173,3	-8,2
Nov	17.880,2	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.174,0	3.637,3	2.333,9	-2,6
Dic	17.843,4	532,9	174,6	7.216,1	614,0	2.327,8	1.196,5	3.537,7	2.224,3	19,7
2006 Ene	18.116,9	520,9	191,6	7.230,3	608,4	2.339,2	1.222,1	3.638,7	2.365,9	-0,3
Feb <sup>(p)</sup>	18.315,1	524,9	199,6	7.254,3	610,8	2.385,2	1.240,1	3.718,8	2.384,9	-3,5
<b>Operaciones</b>										
2003	794,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	36,8	130,8	-31,5	60,3
2004	1.268,0	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,4	37,7
2005 I	448,3	3,3	25,0	57,3	9,7	65,2	13,2	212,0	106,9	-44,4
II	533,0	24,8	24,1	175,2	6,7	80,3	24,5	61,4	169,2	-33,2
III	256,6	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	18,9	-4,2
2005 Oct	134,4	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,2	1,8	62,9	-11,8	11,1
Nov	217,6	4,0	5,7	24,6	-9,3	10,8	4,0	69,0	106,4	2,4
Dic	-49,8	18,4	-10,5	121,0	-16,0	-6,2	17,5	-96,1	-101,0	23,2
2006 Ene	291,2	-11,9	17,0	18,6	8,3	7,7	5,8	131,6	124,4	-10,3
Feb <sup>(p)</sup>	158,0	4,0	8,0	19,9	3,9	36,7	16,6	45,8	26,6	-3,6

Fuente: BCE.

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	M1		M2		M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>				
	1	2	3	4					5	6		7	8	9	10
Saldos vivos															
2003	2.678,5	2.554,0	5.232,4	909,2	6.141,6	-	4.137,9	2.222,3	8.152,2	7.095,3	237,2				
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	963,8	6.533,0	-	4.460,8	2.294,0	8.686,6	7.549,3	385,4				
2005 I	3.008,1	2.680,1	5.688,3	949,6	6.637,9	-	4.575,4	2.331,1	8.833,4	7.677,2	381,8				
II	3.257,9	2.559,8	5.817,7	981,9	6.799,6	-	4.790,2	2.360,6	9.110,1	7.892,5	468,2				
III	3.346,1	2.626,1	5.972,2	996,1	6.968,3	-	4.871,3	2.371,1	9.338,3	8.083,5	454,6				
2005 Oct	3.368,1	2.631,4	5.999,5	989,3	6.988,8	-	4.902,2	2.406,6	9.393,3	8.148,6	442,4				
Nov	3.385,0	2.638,2	6.023,1	1.002,2	7.025,4	-	4.944,9	2.473,1	9.478,1	8.214,7	409,3				
Dic	3.421,3	2.650,1	6.071,5	994,9	7.066,3	-	4.992,7	2.482,8	9.543,1	8.277,1	435,5				
2006 Ene	3.446,1	2.672,0	6.118,1	995,4	7.113,5	-	5.037,8	2.480,5	9.648,5	8.372,7	455,9				
Feb <sup>(p)</sup>	3.466,6	2.694,9	6.161,5	995,1	7.156,6	-	5.095,1	2.473,0	9.770,7	8.470,0	421,9				
Operaciones															
2003	258,4	113,6	372,0	33,1	405,1	-	235,8	132,3	443,9	371,0	98,5				
2004	238,6	110,7	349,3	57,2	406,5	-	342,6	54,2	574,7	506,4	165,9				
2005 I	96,6	13,4	110,0	-19,0	91,0	-	96,6	32,0	145,5	128,1	-6,5				
II	85,3	36,1	121,4	32,6	154,0	-	123,3	12,6	227,7	173,1	52,7				
III	89,1	66,0	155,1	14,8	169,9	-	69,1	14,6	220,2	194,1	-27,8				
2005 Oct	22,5	4,5	27,0	-10,7	16,3	-	35,7	11,0	86,6	64,9	-11,4				
Nov	15,8	6,0	21,8	-1,1	20,7	-	27,6	25,4	76,7	65,4	-37,8				
Dic	27,4	12,2	39,6	-7,3	32,3	-	30,5	8,3	61,0	61,9	16,3				
2006 Ene	26,3	24,0	50,2	8,4	58,6	-	28,6	3,4	95,8	86,3	6,1				
Feb <sup>(p)</sup>	19,0	21,1	40,1	0,7	40,8	-	46,4	-8,0	119,2	96,6	-35,2				
Tasas de crecimiento															
2003 Dic	10,6	4,6	7,6	3,9	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	98,5				
2004 Dic	8,9	4,3	6,7	6,3	6,6	6,5	8,3	2,4	7,1	7,2	165,9				
2005 Mar	9,2	4,9	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,6	96,6				
Jun	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,1				
Sep	11,1	6,4	8,8	6,0	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	76,9				
2005 Oct	11,1	5,9	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,9	9,4	8,9	51,0				
Nov	10,5	5,9	8,2	3,9	7,6	7,6	8,7	3,3	9,4	9,0	0,4				
Dic	11,3	5,4	8,4	1,0	7,3	7,5	8,5	4,5	9,4	9,1	-14,4				
2006 Ene	10,2	6,4	8,4	3,3	7,6	7,6	8,6	3,4	9,9	9,6	-1,2				
Feb <sup>(p)</sup>	9,9	7,3	8,6	4,0	8,0	.	8,6	2,3	10,6	10,3	-51,3				

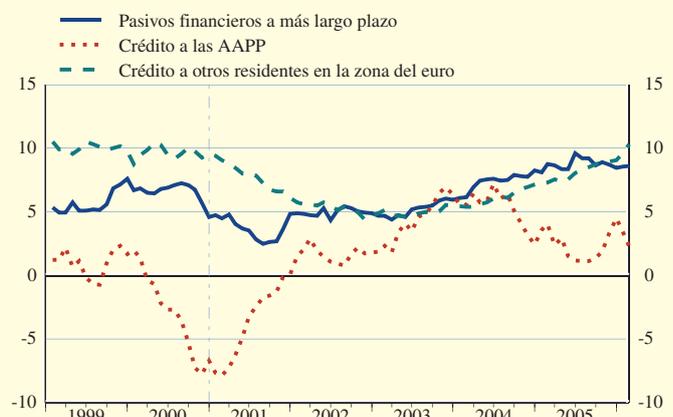
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	388,7	2.289,8	1.030,5	1.523,4	219,5	597,0	92,7	1.791,2	91,1	1.251,5	1.004,0
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	241,4	620,1	102,3	1.964,9	90,2	1.359,5	1.046,3
2005 I	476,7	2.531,5	1.022,0	1.658,1	229,2	614,3	106,0	2.038,9	90,7	1.383,9	1.061,8
II	493,1	2.764,8	1.040,7	1.519,2	239,4	624,0	118,5	2.120,6	90,9	1.448,9	1.129,8
III	507,4	2.838,7	1.084,5	1.541,6	242,8	633,4	120,0	2.159,6	88,4	1.466,0	1.157,3
2005 Oct	513,7	2.854,4	1.084,9	1.546,4	238,1	629,8	121,4	2.182,3	87,5	1.475,0	1.157,4
Nov	518,4	2.866,5	1.089,4	1.548,8	238,4	633,8	130,0	2.196,2	87,3	1.484,9	1.176,6
Dic	520,4	2.900,9	1.107,4	1.542,7	234,8	629,0	131,1	2.204,2	87,0	1.506,0	1.195,5
2006 Ene	528,3	2.917,8	1.117,4	1.554,6	239,4	611,6	144,4	2.208,9	88,0	1.518,5	1.222,3
Feb <sup>(p)</sup>	535,2	2.931,4	1.136,0	1.558,9	226,8	611,8	156,5	2.235,1	87,9	1.531,6	1.240,6
Operaciones											
2003	78,7	179,7	-30,7	144,2	-9,7	57,9	-15,1	149,8	-13,0	62,5	36,5
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,1	21,9	11,2	185,8	-0,9	107,2	50,5
2005 I	20,3	76,4	-8,6	21,9	-12,3	-5,6	-1,1	60,3	0,1	23,5	12,7
II	16,5	68,8	13,1	23,0	10,1	9,5	13,0	64,0	-0,6	37,0	22,9
III	14,2	74,9	43,6	22,5	3,3	9,2	2,2	34,8	-2,5	19,8	17,0
2005 Oct	6,4	16,1	-0,3	4,8	-4,7	-7,1	1,0	22,3	-0,7	8,9	5,2
Nov	4,7	11,1	3,7	2,2	0,3	-6,0	4,6	10,5	-0,2	9,4	8,0
Dic	2,0	25,4	18,3	-6,1	-3,7	-5,1	1,5	7,8	-0,3	9,1	13,9
2006 Ene	7,9	18,3	11,9	12,0	4,7	-3,3	6,9	7,4	1,0	13,1	7,0
Feb <sup>(p)</sup>	6,9	12,1	16,9	4,2	-12,7	1,6	11,8	17,1	-0,1	12,4	16,9
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	25,2	8,5	-2,9	10,5	-4,3	11,1	-14,9	9,0	-12,5	5,3	3,7
2004 Dic	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,1	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	5,0
2005 Mar	17,7	7,8	1,9	6,8	4,0	1,8	6,4	10,6	0,5	9,1	5,4
Jun	17,1	9,8	3,4	6,1	10,1	2,3	10,4	11,7	1,3	9,4	6,8
Sep	15,3	10,3	7,0	5,8	8,6	3,6	14,5	10,3	-2,2	8,8	6,5
2005 Oct	15,2	10,4	6,0	5,7	5,3	1,3	17,5	10,9	-3,7	8,7	6,5
Nov	14,6	9,7	6,6	5,2	6,7	0,6	17,0	10,9	-4,3	8,3	6,3
Dic	14,0	10,8	6,6	4,3	-2,9	-0,8	20,3	10,0	-4,7	7,9	7,4
2006 Ene	13,5	9,7	8,5	4,8	3,6	-1,4	31,1	9,6	-3,8	8,4	8,0
Feb <sup>(p)</sup>	13,6	9,2	11,1	4,6	2,8	-0,4	30,2	9,0	-4,1	8,7	8,8

#### 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 IFM<sup>1)</sup>

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Saldos vivos</b>								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,8	973,8	547,8	1.631,2
2005 I	58,2	39,7	560,8	351,1	3.189,9	983,8	555,2	1.650,9
II	63,8	43,9	581,1	362,9	3.282,3	1.025,1	564,4	1.692,7
III	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8
2005 Oct	68,9	45,6	601,7	369,1	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0
Nov	75,4	50,7	617,0	377,4	3.374,0	1.027,6	589,7	1.756,7
Dic	64,4	41,5	619,9	369,6	3.406,3	1.036,1	592,8	1.777,5
2006 Ene	76,4	52,9	640,7	391,7	3.443,3	1.044,5	601,1	1.797,7
Feb <sup>(p)</sup>	78,6	52,7	664,8	413,7	3.479,2	1.055,1	611,9	1.812,3
<b>Operaciones</b>								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,7	-6,9	16,1	93,4
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,0	23,7	31,1	108,2
2005 I	8,6	7,9	10,9	14,9	37,6	7,8	8,1	21,7
II	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	34,6	9,8	37,9
III	1,4	-1,0	19,7	7,3	41,7	-13,2	12,0	42,9
2005 Oct	3,7	2,8	-1,9	-2,7	27,2	8,9	10,6	7,7
Nov	6,4	5,1	13,3	7,7	31,9	9,5	3,8	18,6
Dic	-11,0	-9,3	2,0	-7,9	35,9	6,1	6,9	22,9
2006 Ene	12,0	11,5	25,3	25,1	28,2	9,1	8,3	10,8
Feb <sup>(p)</sup>	2,1	-0,3	22,9	21,2	36,0	10,6	11,1	14,3
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,7	3,2	6,4
2004 Dic	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,9	6,6	6,9
Jun	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2
Sep	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,6	8,6
2005 Oct	24,0	15,8	15,6	19,1	7,5	5,5	8,2	8,4
Nov	37,3	33,0	12,9	12,7	7,7	4,8	8,5	9,2
Dic	30,0	30,7	10,9	8,6	8,1	5,5	9,4	9,3
2006 Ene	35,9	36,4	15,7	14,6	8,4	5,7	9,1	9,8
Feb <sup>(p)</sup>	32,4	28,7	18,8	18,5	9,5	7,0	11,9	10,2

## C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

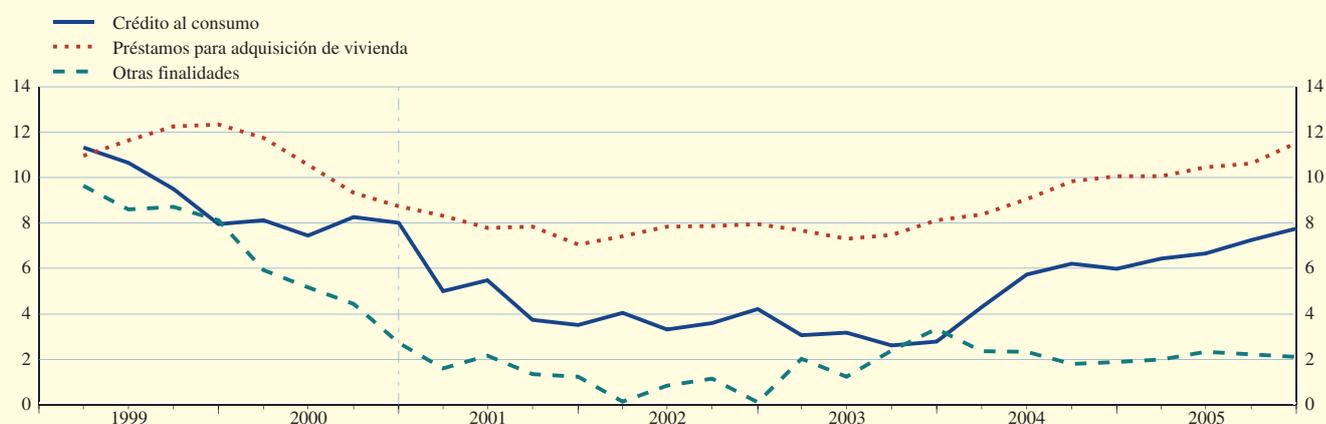
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Préstamos a hogares<sup>2)</sup>

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 I	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,9	144,4	98,7	457,8
II	3.991,3	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,2	14,8	66,2	2.656,2	716,8	149,9	101,0	465,8
III	4.079,5	544,7	125,8	199,0	220,0	2.819,8	15,1	67,6	2.737,1	714,9	145,4	101,3	468,2
2005 Oct	4.120,2	548,8	126,9	200,0	221,9	2.851,0	14,9	67,8	2.768,3	720,4	145,3	101,7	473,3
Nov	4.151,2	550,1	126,4	200,7	223,0	2.877,1	15,0	68,3	2.793,9	724,0	147,8	102,4	473,8
Dic	4.192,5	553,7	128,7	201,9	223,2	2.917,5	15,2	68,2	2.834,1	721,3	146,9	99,8	474,5
2006 Ene	4.222,7	554,3	128,3	201,6	224,4	2.949,3	15,1	68,1	2.866,1	719,1	146,0	97,4	475,7
Feb <sup>(p)</sup>	4.238,9	554,9	127,1	202,3	225,5	2.966,4	15,0	68,4	2.883,0	717,6	145,5	98,1	473,9
Operaciones													
2003	211,6	13,1	8,4	6,2	-1,5	177,2	-5,9	1,6	181,4	21,3	-6,1	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
2005 I	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
II	102,5	15,7	4,0	6,0	5,7	75,7	0,5	0,5	74,6	11,1	5,6	0,5	5,0
III	90,0	8,7	1,5	2,1	5,1	83,1	0,3	1,3	81,4	-1,8	-4,7	0,1	2,7
2005 Oct	36,1	4,4	1,3	1,1	2,0	30,6	-0,3	0,3	30,7	1,0	-0,8	0,0	1,7
Nov	31,8	2,7	-0,5	0,7	2,4	26,0	0,1	0,4	25,4	3,1	2,8	0,6	-0,3
Dic	38,2	4,0	2,5	1,2	0,3	35,0	0,3	0,4	34,2	-0,8	-0,7	-0,9	0,8
2006 Ene	25,0	1,3	-0,1	-0,2	1,5	25,3	-0,1	0,0	25,4	-1,6	-0,5	-2,4	1,3
Feb <sup>(p)</sup>	17,0	0,8	-1,1	0,7	1,3	17,2	0,0	0,2	17,0	-1,1	-0,4	0,8	-1,5
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,0	3,5	-0,2	8,1	-26,2	2,5	8,6	3,4	-4,0	-4,9	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,7	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,4	10,1	5,0	8,0	10,1	2,0	2,1	1,1	2,2
Jun	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,5	4,1	4,6	10,7	2,3	3,8	0,6	2,3
Sep	8,6	7,2	7,7	6,2	8,0	10,6	6,7	4,8	10,8	2,2	2,4	1,2	2,4
2005 Oct	8,9	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,2	4,7	11,1	2,4	2,4	0,3	2,8
Nov	9,1	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	4,5	6,3	11,3	2,3	2,0	1,1	2,7
Dic	9,3	7,8	7,1	6,7	9,1	11,5	5,4	6,7	11,7	2,1	2,4	0,0	2,5
2006 Ene	9,5	8,0	6,7	7,2	9,6	11,8	7,4	7,0	12,0	1,8	2,1	-1,6	2,4
Feb <sup>(p)</sup>	9,4	8,2	6,7	7,3	9,9	11,8	8,0	7,2	11,9	1,4	1,7	-0,7	1,8

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

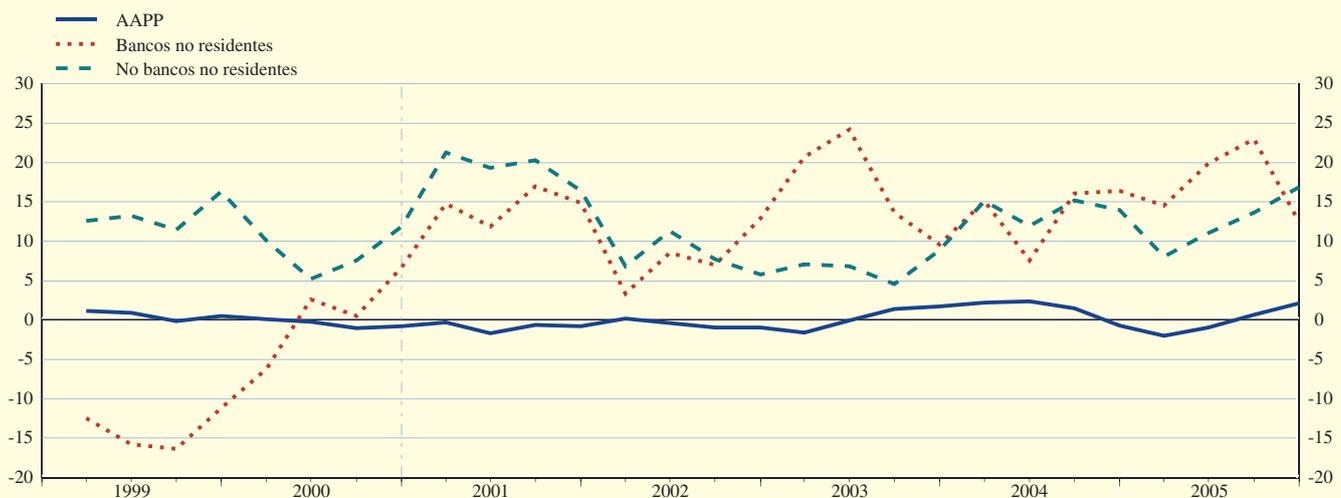
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,3	129,5	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	805,4	128,2	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II	807,3	123,8	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
III	814,9	124,1	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
IV <sup>(p)</sup>	831,2	128,6	246,8	423,7	32,1	2.466,0	1.680,8	785,3	67,6	717,6
<b>Operaciones</b>										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-6,6	-1,6	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
II	1,2	-4,7	-0,8	0,6	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
III	7,8	0,3	-0,5	3,8	4,1	85,3	52,0	33,4	2,0	31,4
IV <sup>(p)</sup>	14,7	2,8	-2,7	15,1	-0,6	-24,9	-63,7	38,7	3,6	35,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-2,0	-2,5	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun	-1,0	-1,3	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
Sep	0,7	1,0	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
Dic <sup>(p)</sup>	2,1	-2,4	-3,2	4,9	34,9	13,9	12,5	16,9	10,4	17,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

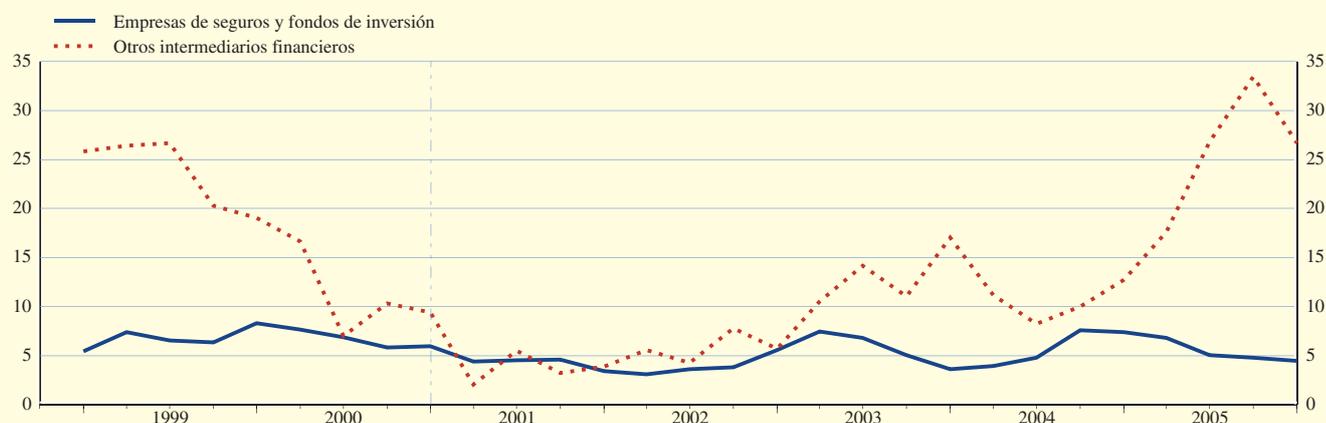
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

**1. Depósitos de los intermediarios financieros**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005 I	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
II	595,7	61,2	48,3	463,0	1,1	1,6	20,5	792,2	226,7	149,1	264,3	11,1	0,1	140,7
III	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,0	242,6	169,7	275,6	10,6	0,1	134,4
2005 Oct	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,1	232,3	176,5	285,5	11,0	0,1	141,7
Nov	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,3	225,6	180,1	298,3	11,1	0,1	137,0
Dic	612,3	67,6	52,0	469,6	1,2	1,4	20,5	874,7	233,3	186,1	324,5	10,5	0,1	120,2
2006 Ene	621,0	72,4	49,8	471,6	1,2	1,4	24,6	907,7	259,4	178,6	330,1	10,0	0,1	129,5
Feb <sup>(p)</sup>	615,1	69,1	47,3	473,5	1,2	1,4	22,6	932,6	256,0	191,3	342,4	10,3	0,1	132,5
<b>Operaciones</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	0,8	37,6	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 I	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
II	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,3	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	11,9
III	7,2	-1,2	2,6	3,9	0,0	0,1	1,9	43,3	15,8	20,4	14,0	-0,5	0,0	-6,3
2005 Oct	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	5,9	0,4	0,0	7,3
Nov	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,5	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,8
Dic	6,1	-0,6	9,3	-0,1	0,0	0,0	-2,6	1,0	-1,7	6,2	13,9	-0,6	0,0	-16,8
2006 Ene	8,8	4,9	-2,1	1,9	0,0	0,0	4,1	34,7	26,7	-7,0	6,2	-0,5	0,0	9,4
Feb <sup>(p)</sup>	-6,1	-3,3	-2,5	1,8	0,0	0,0	-2,0	23,2	-4,1	12,3	11,8	0,3	0,0	2,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	0,5	35,2	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 Mar	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
Jun	5,1	1,8	15,3	4,8	18,1	31,3	-3,0	26,8	16,5	15,1	52,5	50,1	-	21,0
Sep	4,8	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,4	27,3	33,4	49,5	46,3	-	18,9
2005 Oct	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,7	25,1	51,0	45,9	-	14,6
Nov	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,0	33,9	48,0	27,1	-	13,9
Dic	4,5	12,2	-1,2	4,3	36,2	2,9	-1,0	26,7	21,9	26,6	46,8	14,3	-	0,1
2006 Ene	3,8	5,8	-3,8	4,3	18,5	1,3	4,4	26,4	16,7	30,3	49,8	-4,4	-	3,6
Feb <sup>(p)</sup>	3,7	12,1	-5,2	3,6	27,7	1,2	1,6	28,1	13,1	40,0	52,9	-1,0	-	3,8

**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 IFM<sup>1)</sup>

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 I	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.176,4	1.408,6	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
II	1.133,5	722,2	274,1	71,9	41,6	1,5	22,1	4.246,0	1.629,3	511,2	630,8	1.336,3	87,2	51,2
III	1.152,8	719,6	296,9	68,8	43,9	1,2	22,4	4.245,6	1.626,2	515,2	626,9	1.341,8	83,9	51,6
2005 Oct	1.169,5	734,5	302,9	65,6	44,5	1,2	20,7	4.246,4	1.629,2	517,5	625,4	1.339,8	83,4	51,2
Nov	1.177,9	742,9	299,1	66,6	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,6	623,3	1.336,8	83,7	52,5
Dic	1.210,1	768,1	304,8	67,0	44,5	1,2	24,4	4.340,2	1.685,4	532,7	630,3	1.354,2	84,5	53,1
2006 Ene	1.182,1	739,8	301,7	66,8	47,2	1,2	25,3	4.339,8	1.668,0	534,2	632,3	1.366,7	85,2	53,5
Feb <sup>(p)</sup>	1.178,0	736,4	304,1	67,5	46,8	1,2	21,8	4.346,3	1.666,7	541,1	630,5	1.368,8	85,5	53,7
<b>Operaciones</b>														
2003	70,4	40,9	19,7	3,9	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,8	10,4	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,7
2005 I	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,2	4,9	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
II	33,3	41,3	-7,7	0,2	1,1	-0,1	-1,5	67,1	63,3	-3,6	-2,3	11,1	-1,4	0,0
III	20,4	-1,6	22,8	-3,1	2,2	-0,3	0,3	-0,8	-3,2	3,8	-4,0	5,5	-3,3	0,4
2005 Oct	20,7	14,9	6,0	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
Nov	7,3	7,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,8	-2,0	-3,0	0,2	1,3
Dic	33,5	25,8	6,3	0,6	-0,3	0,0	1,2	81,1	43,1	12,1	6,9	17,4	0,9	0,7
2006 Ene	-26,5	-27,7	-2,3	-0,2	2,7	0,0	0,9	0,5	-17,3	2,1	2,1	12,6	0,7	0,4
Feb <sup>(p)</sup>	-5,5	-4,0	1,8	0,7	-0,4	0,0	-3,5	5,7	-1,5	6,4	-1,8	2,1	0,3	0,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	7,2	6,7	7,5	6,2	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,8	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Mar	7,4	9,3	3,7	4,3	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
Jun	8,1	10,6	4,4	3,3	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,3	2,9	4,8	1,1	1,5
Sep	8,5	9,1	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
2005 Oct	9,8	12,7	7,1	0,4	18,2	-28,2	-20,0	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
Nov	9,4	11,7	6,8	1,6	16,2	-29,8	-9,0	4,0	7,5	1,6	0,6	3,8	-4,1	-3,5
Dic	8,5	12,9	3,7	-2,2	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,5
2006 Ene	10,2	11,8	9,0	-0,8	18,8	-27,9	1,6	4,1	7,6	3,4	-0,4	3,4	-3,4	2,6
Feb <sup>(p)</sup>	10,4	11,5	11,0	0,3	15,9	-27,7	-4,4	4,0	7,1	4,4	-0,7	3,4	-3,7	4,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,9	2.034,1	750,8	118,6	632,3
III	287,5	135,1	36,0	71,3	45,2	2.907,1	2.108,2	798,9	125,2	673,7
IV <sup>(p)</sup>	314,3	150,2	38,4	80,9	44,9	3.042,3	2.234,1	808,1	126,8	681,3
Operaciones										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,5	21,1	-1,1	22,3
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 I	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
II	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	42,2	42,7	-0,5	13,2	-13,7
III	-0,9	-0,3	0,9	1,7	-3,2	122,7	74,9	47,8	6,7	41,2
IV <sup>(p)</sup>	26,8	15,1	2,4	9,6	-0,3	16,8	11,8	5,0	1,6	3,5
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,2	3,7
2004 Dic	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Jun	-1,2	-13,8	19,3	8,3	16,9	12,6	13,5	10,1	15,8	9,0
Sep	0,2	-7,9	14,1	7,9	5,9	17,2	18,0	15,1	18,7	14,5
Dic <sup>(p)</sup>	11,3	8,8	25,6	16,5	1,3	14,9	15,5	13,4	22,6	11,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

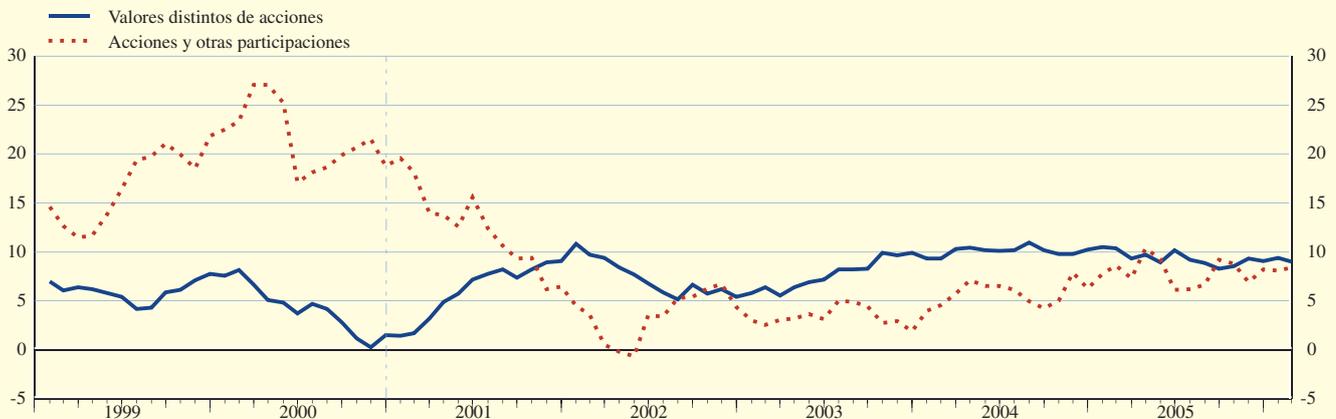
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,1	286,4	656,4	215,2
2005 I	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,8	15,8	464,9	16,3	797,9	1.216,6	296,0	674,1	246,5
II	4.269,0	1.435,8	67,7	1.368,1	15,8	488,0	18,9	874,7	1.234,8	295,3	704,1	235,5
III	4.269,9	1.439,3	67,9	1.344,0	16,6	486,1	19,7	896,4	1.257,6	297,5	716,2	244,0
2005 Oct	4.345,3	1.442,8	69,7	1.383,1	16,9	499,6	22,4	910,8	1.228,0	297,3	692,7	238,0
Nov	4.470,2	1.452,6	71,3	1.466,5	17,4	519,1	24,5	918,9	1.250,1	311,1	698,3	240,7
Dic	4.436,7	1.448,9	64,0	1.422,7	17,0	527,9	24,1	932,0	1.251,4	310,1	696,8	244,5
2006 Ene	4.514,5	1.469,7	63,0	1.442,3	16,9	530,0	25,8	967,0	1.290,0	322,7	709,4	258,0
Feb <sup>(p)</sup>	4.562,0	1.485,9	67,0	1.448,8	17,6	541,2	26,3	975,2	1.315,7	322,1	726,7	266,8
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	56,7	9,3	15,9	31,6
II	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	15,0	5,1	25,5	-15,7
III	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,7	2,8
2005 Oct	48,3	4,5	1,7	13,4	0,3	12,8	2,8	12,9	1,9	0,2	7,9	-6,2
Nov	77,4	7,0	1,0	42,4	-0,1	16,9	1,6	8,7	20,0	13,1	1,5	5,3
Dic	-34,0	-4,1	-7,2	-43,2	-0,4	8,6	-0,3	12,6	-4,9	-1,5	-4,6	1,1
2006 Ene	102,9	28,1	-0,1	23,7	0,3	3,5	2,1	45,3	32,0	10,3	10,6	11,1
Feb <sup>(p)</sup>	35,7	16,5	3,2	6,8	0,4	11,6	0,0	-2,9	21,5	-1,5	15,1	7,9
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
Jun	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,1	1,4	6,5	11,6
Sep	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,2	4,7	10,2	12,2
2005 Oct	8,5	7,5	8,2	1,5	-19,3	14,8	23,6	19,7	8,8	4,6	10,9	8,1
Nov	9,3	7,3	9,0	4,3	-14,2	17,2	31,3	17,2	6,9	7,1	9,1	0,5
Dic	9,1	6,2	-1,6	4,7	-4,4	16,5	34,2	17,8	8,2	9,6	7,4	8,8
2006 Ene	9,4	8,1	-7,7	3,7	-15,9	16,1	49,6	18,5	8,1	10,9	7,1	7,1
Feb <sup>(p)</sup>	9,0	8,0	-2,5	2,0	-10,4	15,9	52,5	19,4	8,4	10,5	9,5	2,6

## 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 IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005 I	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
II	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,8	-0,1	-0,8
III	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
2005 Oct	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Nov	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
Dic	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,5	-0,4	-2,4	-0,2	-1,7	-0,5
2006 Ene	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-0,6
Feb <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 I	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
II	-3,8	-1,9	-0,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,3
III	-1,8	-0,9	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2
2005 Oct	-1,4	-1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nov	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dic	-5,2	-0,6	-3,3	-1,3	-0,3	-0,2	-0,1
2006 Ene	-1,7	-0,8	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,1
Feb <sup>(p)</sup>	-0,8	-0,3	-0,1	-0,3	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
III	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,1	5,4
2005 Oct	-2,2	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
Nov	6,0	-0,4	0,1	1,2	0,5	0,3	0,1	4,2	7,9	1,0	3,5	3,4
Dic	1,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,2	0,0	1,3	6,0	0,7	2,6	2,6
2006 Ene	-3,0	-1,0	-0,1	-1,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	6,1	2,0	2,1	2,1
Feb <sup>(p)</sup>	2,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	2,4	4,1	0,9	2,2	1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.832,5	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
II	4.793,3	90,9	9,1	5,5	0,4	1,4	1,1	7.055,6	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
III	4.783,7	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.121,8	96,7	3,3	2,0	0,3	0,1	0,4
IV <sup>(p)</sup>	4.855,9	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.351,7	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	2.108,2	46,8	53,2	34,3	2,5	3,0	9,7	798,9	51,9	48,1	31,1	1,8	2,0	9,9
IV <sup>(p)</sup>	2.234,1	45,9	54,1	35,5	2,4	3,0	9,6	808,1	52,2	47,8	31,8	1,7	2,1	9,1

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II	3.942,7	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0
III	3.994,3	81,9	18,1	9,0	1,8	2,0	3,2
IV <sup>(p)</sup>	4.052,2	81,2	18,8	9,4	1,8	2,0	3,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I	4.575,4	-	-	-	-	-	8.474,8	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II	4.529,4	-	-	-	-	-	8.725,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III	4.547,4	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,4	
IV <sup>(p)</sup>	4.568,5	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 I	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
II	1.582,4	49,3	50,7	31,0	4,2	2,0	9,0	710,1	41,0	59,0	43,1	1,1	4,4	7,2
III	1.633,1	49,2	50,8	29,5	4,3	2,0	10,1	742,5	40,1	59,9	42,4	1,6	3,9	8,4
IV <sup>(p)</sup>	1.680,8	47,7	52,3	30,9	4,4	2,1	10,0	785,3	39,3	60,7	42,8	1,7	4,1	8,3

**4. Valores distintos de acciones**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
II	1.503,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.890,8	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
III	1.507,2	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	98,1	1,9	1,0	0,3	0,1	0,4
IV <sup>(p)</sup>	1.512,9	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	1.991,8	97,9	2,1	1,1	0,3	0,1	0,5
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
II	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,3	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
III	407,2	49,5	50,5	29,1	0,8	0,6	17,0	489,2	40,2	59,8	36,0	6,1	0,9	11,1
IV <sup>(p)</sup>	398,6	47,8	52,2	30,9	0,8	0,7	16,2	533,4	35,9	64,1	37,6	7,2	0,9	12,6

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Activo

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

### 2. Pasivo

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

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

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

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	211,8	15,2	8,7	1,2	7,6	1,3	8,1	169,8	8,7

### 2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	1.124,2	50,6	599,9	298,9	96,2	25,2	53,4

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de no IFM en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo 3	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro 9	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup> 10	
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7	Cesiones temporales 8			
Saldos vivos											
2004 II	16.109,3	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	341,7
III	16.173,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	356,0
IV	16.518,0	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,6	337,8
2005 I	16.831,8	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	374,1
II	17.292,8	6.423,8	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,4	370,5
III	17.639,9	6.426,1	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	239,2	393,8
Operaciones											
2004 II	293,4	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-3,1
III	119,1	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	13,1
IV	149,5	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,6	-14,0
2005 I	160,4	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	16,3
II	279,8	160,3	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,9	-3,0
III	98,6	2,8	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	7,8	12,0
Tasas de crecimiento											
2004 II	4,5	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	7,7
III	4,5	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	6,0
IV	4,5	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	4,6
2005 I	4,6	5,9	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	3,6
II	4,4	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	3,6
III	4,3	5,7	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	14,5	3,2

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
2004 II	1.951,1	166,3	1.784,8	4.078,7	2.095,1	1.983,6	438,7	4.022,7	3.642,1	380,6
III	1.960,7	166,0	1.794,7	4.042,3	2.060,0	1.982,3	438,9	4.088,9	3.704,5	384,4
IV	1.937,0	160,0	1.777,0	4.178,2	2.180,2	1.998,0	421,8	4.161,1	3.774,4	386,7
2005 I	1.973,4	157,8	1.815,6	4.329,0	2.279,5	2.049,5	429,2	4.272,3	3.876,5	395,8
II	2.035,5	161,9	1.873,6	4.456,4	2.348,3	2.108,1	426,7	4.377,1	3.978,9	398,2
III	2.026,7	160,2	1.866,5	4.698,6	2.510,3	2.188,3	429,2	4.488,4	4.086,1	402,3
Operaciones										
2004 II	39,9	10,8	29,2	56,8	52,6	4,2	0,0	57,6	53,0	4,5
III	11,0	0,3	10,7	16,6	9,5	7,1	-2,4	62,1	58,3	3,8
IV	-19,1	-9,5	-9,5	-60,4	-51,4	-9,0	-15,8	60,5	58,1	2,4
2005 I	36,6	-4,4	41,0	34,9	0,5	34,3	7,9	74,0	64,9	9,1
II	33,9	3,0	30,9	22,7	3,8	18,9	0,8	62,9	60,2	2,7
III	-3,0	-2,4	-0,6	18,1	-17,2	35,3	4,9	80,5	76,6	4,0
Tasas de crecimiento										
2004 II	1,6	10,0	0,8	3,1	3,1	3,1	1,7	6,3	6,4	5,1
III	1,3	2,9	1,2	2,4	2,6	2,2	0,6	6,2	6,4	5,0
IV	1,8	5,0	1,6	1,3	0,9	1,7	-0,8	6,4	6,5	5,5
2005 I	3,5	-1,8	4,0	1,2	0,6	1,8	-2,4	6,4	6,5	5,3
II	3,2	-6,4	4,1	0,3	-1,8	2,6	-2,2	6,5	6,6	4,7
III	2,5	-8,0	3,4	0,4	-3,1	4,0	-0,5	6,8	7,0	4,7

Fuente: BCE.

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

### 3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de fuera de la zona del euro a no IFM	
		Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>			
			De las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo		A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Saldos vivos														
2004 II	17.298,3	8.719,6	7.593,6	932,9	91,5	841,4	3.740,7	1.187,9	2.552,8	4.045,9	292,1	3.753,9	431,5	
III	17.407,6	8.800,7	7.671,3	928,7	90,1	838,6	3.744,8	1.171,7	2.573,1	4.127,3	289,7	3.837,5	426,1	
IV	17.776,6	8.925,6	7.794,7	927,8	80,9	846,9	3.787,2	1.193,8	2.593,5	4.210,5	294,8	3.915,7	434,8	
2005 I	18.145,9	9.014,7	7.877,9	922,3	77,5	844,9	3.818,4	1.192,9	2.625,4	4.274,1	294,8	3.979,3	455,4	
II	18.670,5	9.222,4	8.102,7	922,3	82,3	840,0	3.911,6	1.240,8	2.670,7	4.388,5	305,3	4.083,2	526,0	
III	19.139,6	9.356,1	8.238,6	931,5	87,6	843,9	3.943,0	1.224,0	2.719,0	4.481,6	302,7	4.179,0	537,7	
Operaciones														
2004 II	259,4	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,5	70,1	16,8	53,4	89,2	8,6	80,6	-3,6	
III	147,0	78,8	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,1	-16,6	16,7	83,8	-1,9	85,7	1,9	
IV	116,0	142,7	139,7	1,6	-9,2	10,8	57,2	25,3	31,8	83,9	6,4	77,5	0,8	
2005 I	235,4	88,9	87,2	-6,3	-3,4	-2,8	29,3	5,2	24,1	65,9	0,8	65,0	6,7	
II	321,5	197,1	185,7	-0,7	4,8	-5,5	86,7	38,6	48,2	111,1	10,4	100,7	59,6	
III	214,0	128,7	139,5	9,5	5,3	4,2	24,2	-16,5	40,7	95,0	-2,6	97,7	18,4	
Tasas de crecimiento														
2004 II	4,2	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,6	2,5	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,6	1,3	
III	4,3	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	4,0	8,3	2,0	8,8	5,5	
IV	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,1	8,5	2,2	
2005 I	4,4	5,4	6,0	-2,0	-10,1	-1,2	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	1,4	
II	4,7	5,8	6,6	-1,1	-10,1	-0,2	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,8	16,0	
III	5,1	6,3	7,2	0,4	-2,8	0,8	5,3	4,5	5,6	8,6	5,2	8,9	20,1	

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2004 II	5.260,4	4.618,7	611,4	4.007,3	641,7	219,5	422,2	2.843,1	181,9	293,4
III	5.352,4	4.706,8	611,7	4.095,1	645,6	212,8	432,8	2.763,8	194,0	296,6
IV	5.357,3	4.719,1	588,1	4.131,0	638,2	203,1	435,0	2.980,4	213,5	299,9
2005 I	5.477,9	4.826,0	599,8	4.226,2	651,9	218,2	433,7	3.138,6	212,0	302,7
II	5.683,9	5.020,6	620,2	4.400,4	663,2	223,2	440,0	3.243,6	214,7	306,0
III	5.681,8	5.018,5	607,8	4.410,7	663,3	218,6	444,7	3.570,9	221,3	309,4
Operaciones										
2004 II	111,4	94,8	20,2	74,6	16,6	10,1	6,5	1,8	-7,1	3,1
III	46,5	42,5	0,3	42,2	4,0	-6,7	10,8	6,3	12,1	3,2
IV	-52,4	-41,4	-23,4	-18,0	-11,0	-9,8	-1,2	2,3	19,4	4,0
2005 I	139,3	122,4	10,3	112,1	16,9	16,5	0,4	4,7	-0,2	2,8
II	120,2	114,9	21,7	93,2	5,3	4,8	0,5	-1,8	2,7	3,4
III	-3,7	-1,5	-12,3	10,7	-2,2	-4,7	2,5	79,0	6,6	3,4
Tasas de crecimiento										
2004 II	4,8	5,1	4,9	5,2	2,1	11,4	-2,0	0,4	4,8	4,8
III	5,0	5,2	6,5	5,0	3,2	6,9	1,5	0,5	11,3	4,8
IV	4,7	5,3	6,0	5,2	0,1	2,1	-0,8	0,5	17,5	4,7
2005 I	4,7	4,8	1,3	5,3	4,2	4,8	3,9	0,5	12,8	4,5
II	4,8	5,2	1,5	5,7	2,4	2,2	2,5	0,4	18,7	4,6
III	3,8	4,1	-0,6	4,8	1,4	3,2	0,5	3,0	14,7	4,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

### 3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

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

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

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

#### 2. Sociedades no financieras

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

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

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

Fuente: BCE.

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



## MERCADOS FINANCIEROS

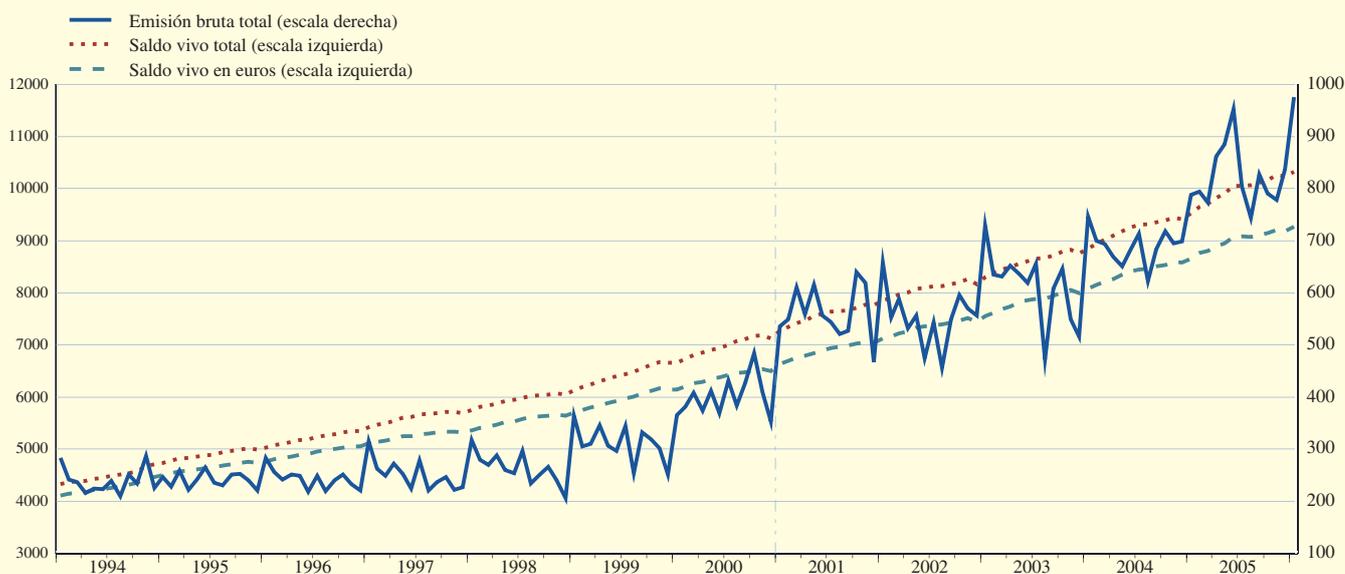
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2005 Ene	10.100,3	791,5	61,9	8.656,0	740,6	74,3	9.529,4	787,7	90,4	7,5	52,5	7,2
Feb	10.220,5	818,3	119,4	8.763,6	752,2	107,0	9.643,3	794,8	117,1	7,8	81,8	7,9
Mar	10.328,4	821,9	106,9	8.808,8	727,7	43,9	9.711,4	773,7	54,2	7,4	35,5	7,6
Abr	10.384,6	861,8	56,2	8.893,8	814,7	84,9	9.820,8	861,2	101,2	7,8	85,9	8,6
May	10.449,9	899,7	66,4	8.954,3	844,7	61,5	9.911,2	884,4	66,1	7,4	36,4	7,9
Jun	10.643,4	1.026,8	193,6	9.079,1	902,7	125,4	10.051,8	952,4	135,0	8,1	138,2	9,2
Jul	10.615,7	813,7	-27,8	9.082,1	762,8	2,9	10.058,2	804,2	6,0	7,6	3,0	8,1
Ago	10.622,9	757,3	3,5	9.074,6	704,7	-11,2	10.059,8	743,9	-2,9	7,4	35,0	7,0
Sep	10.721,8	893,3	100,4	9.110,7	786,5	37,4	10.114,0	827,7	46,2	7,4	45,5	7,2
Oct	10.736,2	797,0	14,8	9.147,2	744,1	36,7	10.168,3	790,6	53,5	7,5	52,0	6,4
Nov	10.814,1	801,2	79,5	9.207,6	734,0	62,0	10.257,2	779,0	76,3	7,6	77,1	7,2
Dic	10.827,4	868,8	12,1	9.184,5	793,1	-24,2	10.239,6	837,5	-24,4	7,6	77,4	5,9
2006 Ene	.	.	.	9.263,6	923,6	86,3	10.321,2	975,3	102,6	7,6	64,6	7,1
<b>Largo plazo</b>												
2005 Ene	9.184,2	205,4	65,7	7.830,3	181,8	57,1	8.592,3	201,9	67,8	8,0	68,4	8,0
Feb	9.300,1	224,3	115,6	7.927,6	184,0	97,1	8.695,4	203,2	105,8	8,2	76,0	8,8
Mar	9.374,6	204,6	74,4	7.977,6	165,0	49,7	8.762,2	185,4	57,6	8,2	47,5	8,7
Abr	9.427,6	186,1	53,1	8.036,5	167,0	58,8	8.840,3	184,8	70,2	8,4	66,0	9,3
May	9.498,0	183,5	70,9	8.097,7	153,9	61,5	8.928,5	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
Jun	9.681,8	306,2	183,8	8.244,4	238,7	147,0	9.094,8	261,3	157,1	8,9	144,7	10,6
Jul	9.676,3	155,3	-5,7	8.237,6	131,5	-6,9	9.091,3	146,1	-2,3	8,4	-2,7	8,8
Ago	9.674,8	86,4	-5,1	8.224,3	63,4	-17,0	9.088,6	76,9	-9,4	8,1	21,8	7,4
Sep	9.742,6	188,2	68,6	8.267,3	143,5	43,6	9.148,7	162,9	55,0	8,0	47,9	7,4
Oct	9.774,2	166,1	32,6	8.285,3	137,5	18,8	9.183,5	159,4	32,1	8,0	42,2	6,8
Nov	9.856,4	168,1	83,1	8.349,9	131,5	65,5	9.272,7	152,2	80,1	8,2	82,9	7,7
Dic	9.899,3	176,6	41,1	8.376,6	145,8	25,0	9.305,5	165,2	27,8	8,3	76,0	6,0
2006 Ene	.	.	.	8.416,3	170,8	46,2	9.346,4	192,7	58,8	8,1	60,6	7,4

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

(mm de euros)



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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2004	9.417	3.713	738	595	4.120	250	5.480	223	1.028	1.464	83	
2005	10.240	4.109	928	613	4.307	283	6.983	324	1.031	1.405	95	
2005 I	9.711	3.849	758	607	4.238	259	2.356	1.620	50	248	412	
II	10.052	3.993	831	619	4.343	266	2.698	1.884	110	281	400	
III	10.114	4.046	843	617	4.338	271	2.376	1.732	49	251	323	
IV	10.240	4.109	928	613	4.307	283	2.407	1.746	115	250	270	
2005 Oct	10.168	4.089	857	627	4.322	273	791	564	26	85	108	
Nov	10.257	4.120	879	623	4.355	280	779	556	30	87	95	
Dic	10.240	4.109	928	613	4.307	283	838	626	59	78	67	
2006 Ene	10.321	4.143	928	618	4.347	285	975	703	13	93	159	
	A corto plazo											
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	
2005	934	482	7	90	350	5	7.768	6.046	45	942	702	
2005 I	949	457	8	105	374	5	1.766	1.327	12	229	188	
II	957	462	7	105	377	5	2.082	1.628	11	258	178	
III	965	475	7	99	379	5	1.990	1.560	12	235	175	
IV	934	482	7	90	350	5	1.930	1.531	10	221	160	
2005 Oct	985	490	7	102	380	5	631	489	4	75	61	
Nov	985	496	7	99	377	5	627	488	4	79	53	
Dic	934	482	7	90	350	5	672	554	2	67	46	
2006 Ene	975	501	7	96	367	5	783	613	3	88	75	
	Total a largo plazo <sup>1)</sup>											
2004	8.505	3.266	731	505	3.758	245	1.939	905	179	97	708	
2005	9.305	3.627	921	523	3.956	278	2.069	937	278	89	703	
2005 I	8.762	3.393	750	502	3.863	254	591	293	38	19	224	
II	9.095	3.531	824	513	3.966	261	616	256	99	24	222	
III	9.149	3.571	836	518	3.959	265	386	172	37	17	148	
IV	9.305	3.627	921	523	3.956	278	477	215	105	29	109	
2005 Oct	9.184	3.598	851	524	3.942	268	159	75	22	10	47	
Nov	9.273	3.624	872	524	3.977	275	152	68	26	8	42	
Dic	9.305	3.627	921	523	3.956	278	165	72	57	11	20	
2006 Ene	9.346	3.642	921	522	3.980	280	193	90	9	5	83	
	Del cual: a tipo fijo											
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	
2005	6.714	2.016	459	413	3.608	217	1.228	413	92	54	621	
2005 I	6.517	1.968	427	409	3.517	196	387	137	21	15	199	
II	6.675	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	
III	6.674	2.014	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	
IV	6.714	2.016	459	413	3.608	217	263	96	35	16	103	
2005 Oct	6.692	2.032	440	420	3.591	209	106	44	8	8	43	
Nov	6.733	2.034	442	416	3.626	215	83	27	6	3	40	
Dic	6.714	2.016	459	413	3.608	217	74	24	21	5	20	
2006 Ene	6.744	2.037	457	408	3.623	220	143	62	3	1	72	
	Del cual: emitidos a tipo variable											
2004	1.872	1.148	311	77	276	59	620	404	110	32	60	
2005	2.258	1.343	458	94	303	60	713	429	186	28	58	
2005 I	1.959	1.212	320	79	292	58	168	129	17	3	17	
II	2.117	1.292	375	83	310	57	238	128	71	7	29	
III	2.164	1.310	396	86	315	58	124	76	29	6	8	
IV	2.258	1.343	458	94	303	60	184	95	70	11	4	
2005 Oct	2.173	1.314	407	87	306	58	45	25	14	2	3	
Nov	2.210	1.327	426	90	307	59	58	30	20	4	2	
Dic	2.258	1.343	458	94	303	60	81	39	36	5	0	
2006 Ene	2.266	1.342	460	95	308	60	38	23	6	2	6	

Fuente: BCE.

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

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

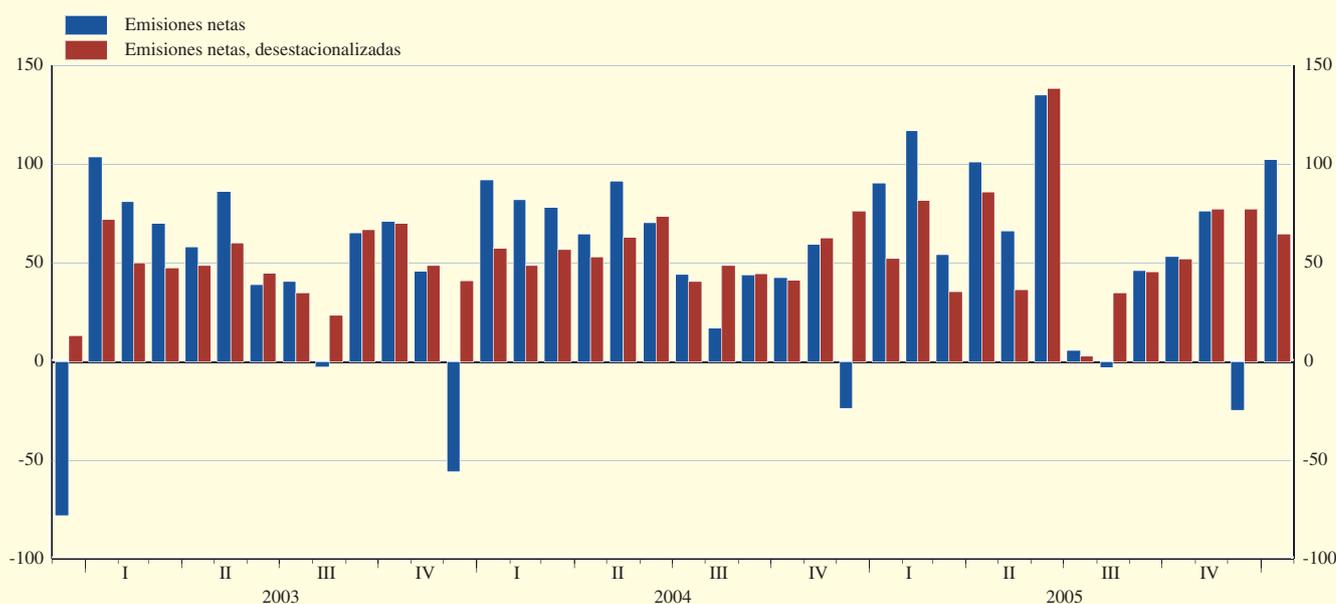
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2004	662,9	350,4	75,2	8,2	197,6	31,5	666,9	353,1	73,3	7,9	200,8	31,7
2005	718,5	315,2	177,1	20,7	173,0	32,3	720,4	317,7	173,5	20,8	175,8	32,6
2005 I	261,6	114,5	13,2	13,7	111,3	9,0	169,8	72,1	29,3	10,2	50,0	8,3
II	302,3	117,9	69,8	8,8	99,2	6,5	260,4	122,3	62,6	4,9	64,6	6,0
III	49,2	38,4	12,0	-0,7	-4,8	4,5	83,6	49,9	18,0	1,1	8,3	6,3
IV	105,4	44,4	82,2	-1,0	-32,6	12,4	206,5	73,5	63,5	4,6	52,9	12,0
2005 Oct	53,5	41,9	14,6	9,6	-15,4	2,8	52,0	32,3	17,6	7,5	-6,6	1,3
Nov	76,3	21,1	20,3	-2,8	30,9	6,9	77,1	22,4	16,3	-2,6	34,8	6,3
Dic	-24,4	-18,6	47,3	-7,8	-48,1	2,7	77,4	18,8	29,6	-0,2	24,8	4,4
2006 Ene	102,6	50,1	1,7	5,6	42,7	2,4	64,6	37,7	14,6	2,8	7,8	1,8
	A largo plazo											
2004	615,5	297,8	73,9	11,8	202,4	29,7	618,7	298,8	72,0	11,7	206,2	30,0
2005	709,4	292,7	177,6	21,1	185,5	32,6	711,5	294,3	174,0	21,1	189,4	32,8
2005 I	231,1	111,5	12,8	-1,2	99,3	8,7	191,8	85,3	29,2	3,1	66,8	7,5
II	295,1	112,7	70,1	8,7	97,1	6,6	251,6	110,8	62,6	3,5	68,4	6,3
III	43,3	28,2	12,3	5,9	-7,6	4,5	67,1	29,2	18,4	7,7	5,5	6,3
IV	139,9	40,3	82,4	7,8	-3,4	12,8	201,0	69,1	63,8	6,7	48,7	12,8
2005 Oct	32,1	24,1	15,1	6,2	-16,3	2,8	42,2	24,0	18,1	5,5	-6,7	1,3
Nov	80,1	19,2	20,0	0,1	33,7	7,1	82,9	26,6	16,3	-0,9	34,4	6,6
Dic	27,8	-3,0	47,3	1,4	-20,9	2,9	76,0	18,5	29,5	2,1	21,0	4,9
2006 Ene	58,8	28,1	2,0	0,2	25,9	2,6	60,6	34,5	14,8	3,0	6,5	1,8

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

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

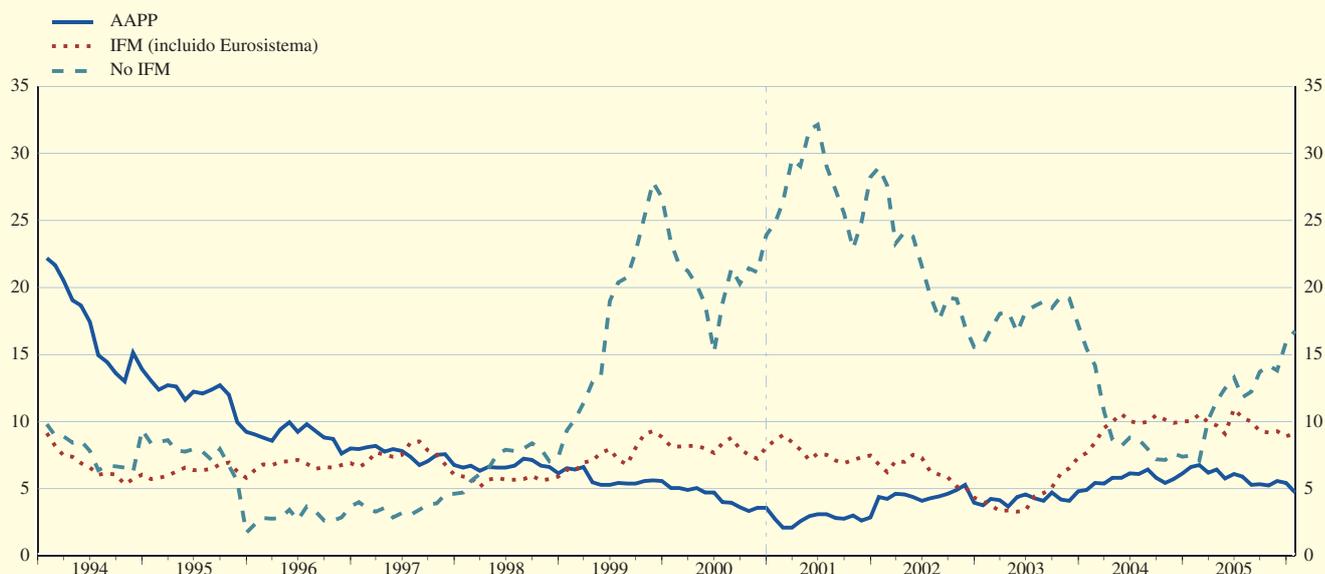


Fuente: BCE.

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

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

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



Fuente: BCE.

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

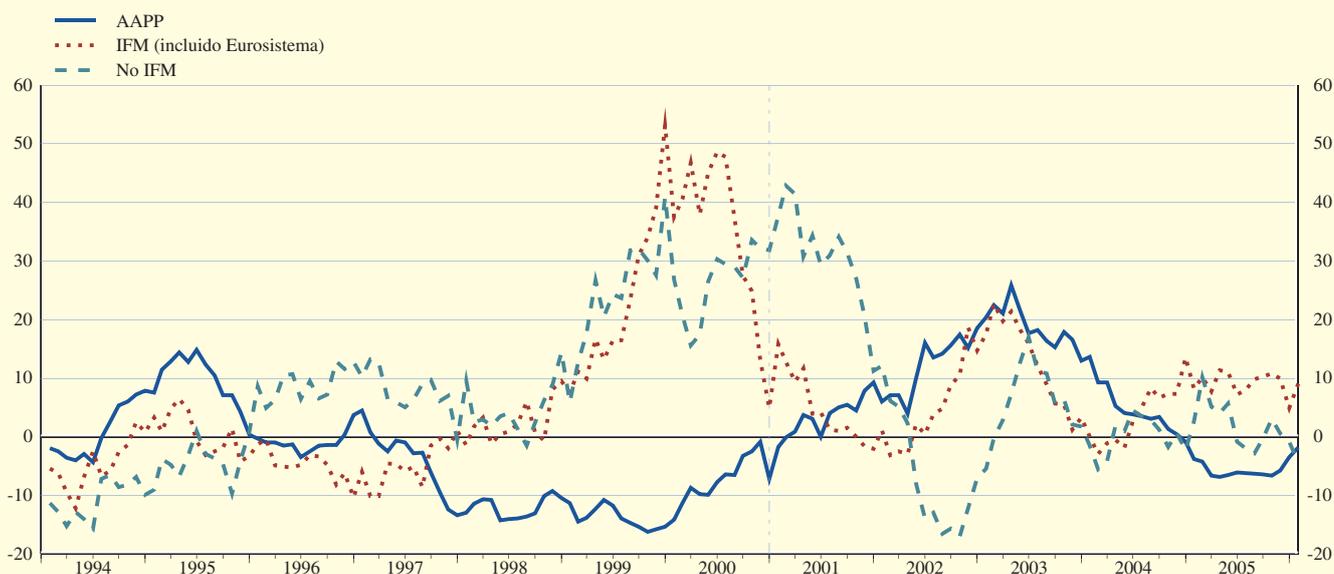
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2004	5,1	3,1	6,5	3,3	5,8	14,7	16,3	18,5	27,3	8,6	0,6	26,4
2005	4,7	3,1	5,8	0,2	5,5	15,0	19,3	18,3	35,2	22,4	9,9	4,6
2005 I	4,7	2,8	4,0	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,9	27,7	7,7	12,3
II	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,7	19,3	18,9	34,4	26,5	8,5	3,1
III	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,6	20,6	19,7	38,1	17,6	11,6	1,6
IV	4,7	3,9	6,6	0,4	4,8	15,9	19,0	15,3	43,2	19,2	11,8	1,9
2005 Ago	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,7	19,9	19,2	37,1	15,9	10,5	0,8
Sep	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,7	17,4	42,3	18,3	16,6	3,5
Oct	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,4	18,6	15,2	42,3	17,8	11,7	2,3
Nov	4,9	4,3	5,3	-0,1	5,2	16,5	18,4	14,7	43,5	19,3	10,5	0,9
Dic	4,7	3,7	8,2	0,3	4,7	16,8	19,0	14,8	45,2	22,4	9,7	1,5
2006 Ene	4,5	4,6	8,2	0,5	4,0	14,9	19,3	15,1	47,0	23,2	8,7	1,0
En euros												
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,4	9,0	0,5	25,3
2005	4,3	0,9	9,3	-0,3	5,4	15,3	18,8	17,2	34,6	22,4	10,3	5,2
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,2	24,1	26,7	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,2	0,8	5,8	15,1	18,8	18,0	34,4	24,6	9,0	3,7
III	4,1	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	37,6	18,4	12,1	2,5
IV	4,3	1,9	8,8	0,5	4,7	16,2	18,2	13,9	40,9	20,7	12,3	2,2
2005 Ago	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,2	19,7	18,4	36,9	17,2	11,0	1,7
Sep	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,1	16,0	40,5	19,7	17,2	4,3
Oct	4,3	2,2	9,7	1,3	4,6	15,7	17,9	14,0	39,8	19,2	12,2	2,5
Nov	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,9	17,6	13,1	41,1	20,9	11,0	1,0
Dic	4,2	1,8	9,1	0,4	4,5	17,2	18,2	13,2	42,9	23,8	10,2	1,7
2006 Ene	4,0	2,7	8,7	0,1	3,9	15,4	18,5	13,6	44,6	24,9	9,1	1,2

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

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

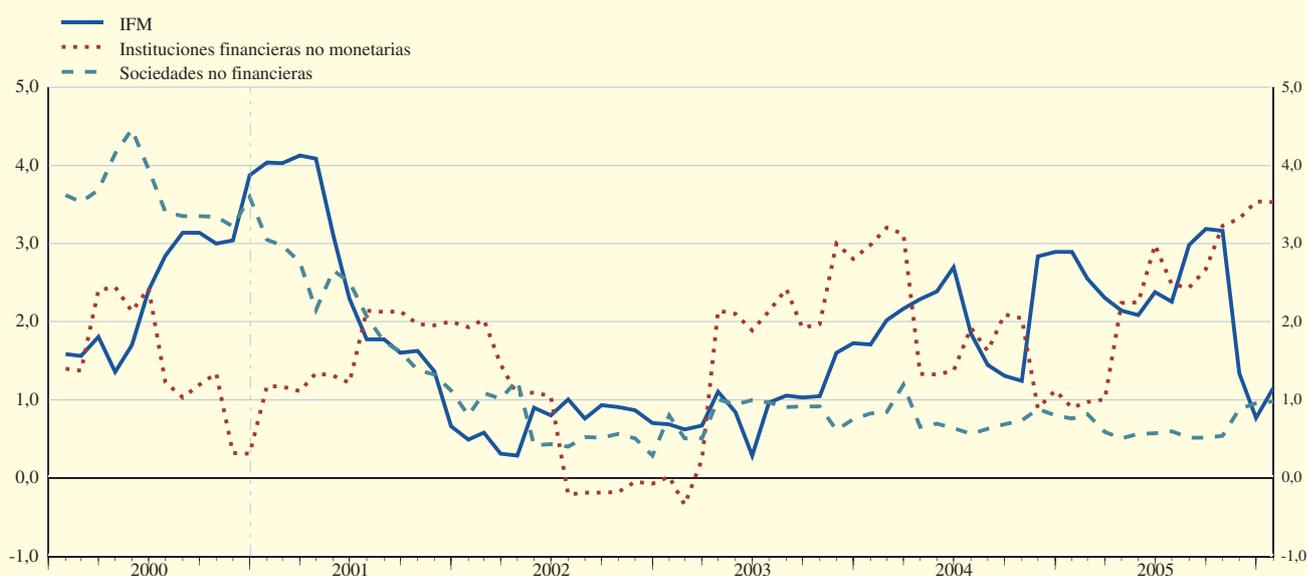
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	101,9	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
Jul	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
Feb	4.254,5	102,6	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
Mar	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
Abr	4.094,7	102,9	0,9	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
May	4.272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
Jun	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	3,0	3.242,1	0,6
Jul	4.631,7	103,1	1,1	727,9	2,3	466,7	2,5	3.437,1	0,6
Ago	4.606,4	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,9	0,5
Sep	4.827,7	103,3	1,2	764,1	3,2	483,7	2,7	3.579,9	0,5
Oct	4.659,9	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.427,1	0,5
Nov	4.882,5	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,8	0,9
Dic	5.056,8	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,6	1,0
2006 Ene	5.289,7	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.869,1	1,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

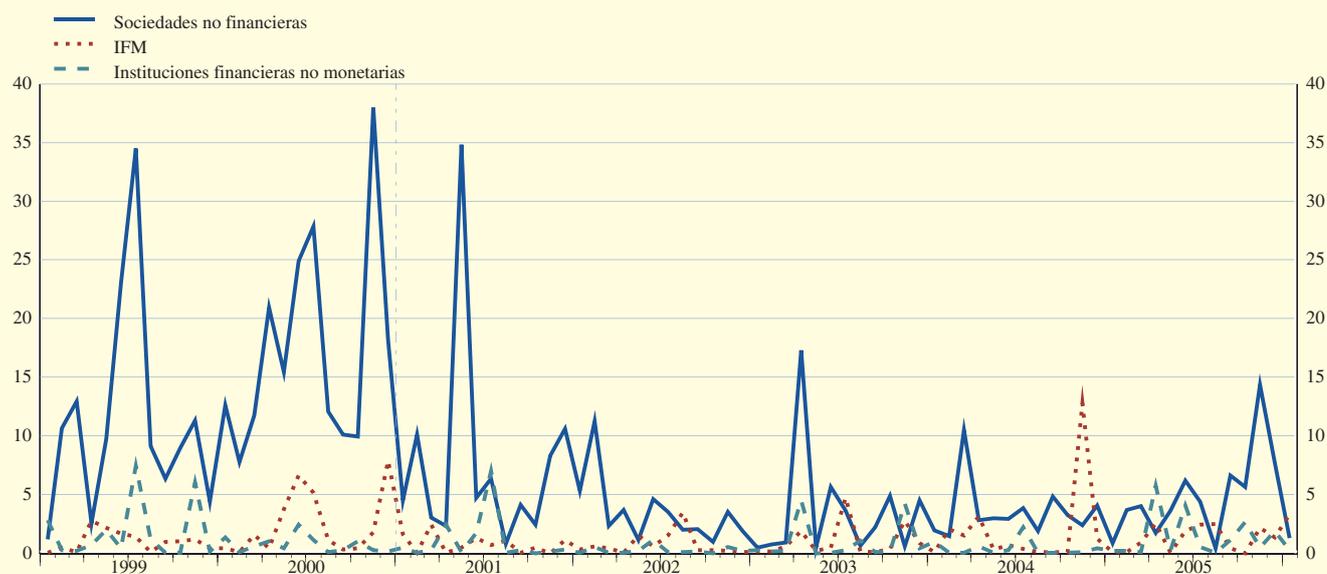
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2004 Ene	3,0	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,9	1,0	0,9
Feb	3,5	0,9	2,5	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,7	0,7
Mar	12,0	1,1	10,9	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
Abr	6,5	1,3	5,2	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	1,2	1,6
May	3,3	3,7	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	3,0	3,6	-0,6
Jun	3,9	2,2	1,7	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,4
Jul	6,4	3,8	2,6	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,9	3,8	0,1
Ago	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
Sep	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
Nov	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
Dic	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 Ene	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
Feb	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
Mar	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
Abr	10,0	2,3	7,7	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	1,7	2,3	-0,5
May	3,9	2,9	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	3,6	2,7	1,0
Jun	12,1	4,9	7,2	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	6,2	3,2	3,0
Jul	7,4	6,6	0,8	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,4	3,7	0,7
Ago	2,9	2,2	0,7	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
Sep	8,2	2,2	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,0	1,1	6,6	2,2	4,4
Oct	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
Dic	10,9	7,3	3,6	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,1
2006 Ene	4,9	0,7	4,1	3,3	0,0	3,3	0,3	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6

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

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 Feb	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
Mar	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
May	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
Jun	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
Jul	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,02	2,21	3,11	2,00
Ago	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,02	2,22	2,90	2,01
Sep	0,69	1,97	2,05	2,04	2,02	2,29	0,96	2,04	2,23	2,97	2,04
Oct	0,69	1,98	2,28	2,16	1,96	2,27	0,97	2,04	2,58	3,44	2,02
Nov	0,70	2,02	2,34	2,18	1,99	2,27	0,99	2,08	2,18	3,44	2,03
Dic	0,71	2,15	2,25	2,21	1,98	2,30	1,02	2,25	2,48	3,53	2,22
2006 Ene	0,73	2,33	2,47	2,56	1,99	2,32	1,04	2,27	2,40	3,48	2,25

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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	7,84	3,31	3,69	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
Oct	9,65	6,82	6,36	7,99	7,74	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,88	4,50	4,28
Nov	9,70	6,74	6,33	7,84	7,61	3,38	3,69	3,97	3,96	3,85	4,00	4,29	4,33
Dic	9,78	6,75	6,36	7,42	7,44	3,49	3,84	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,37
2006 Ene	9,97	6,89	6,50	8,12	7,86	3,61	3,90	4,14	4,05	4,10	4,15	4,59	4,29

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2005 Feb		5,30	3,91	4,76		3,01	3,33	3,81
Mar		5,28	3,90	4,50		3,02	3,47	4,11
Abr		5,22	3,88	4,51		3,00	3,53	3,99
May		5,14	3,91	4,45		2,99	3,60	3,80
Jun		5,12	3,87	4,45		2,92	3,44	3,88
Jul		5,12	3,86	4,40		2,96	3,57	3,77
Ago		5,04	3,91	4,45		2,87	3,52	3,81
Sep		5,14	3,81	4,36		2,90	3,39	3,87
Oct		5,10	3,88	4,43		2,88	3,58	3,80
Nov		5,09	3,91	4,44		3,08	3,58	3,98
Dic		5,12	3,98	4,50		3,22	3,57	3,93
2006 Ene		5,24	4,07	4,59		3,18	3,71	3,91

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Feb	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
Mar	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
Abr	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
May	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,11	3,51	2,00
Jun	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,55	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,98
Ago	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,52	2,00
Sep	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,11	3,50	2,01
Oct	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,45	2,03
Nov	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,43	2,06
Dic	0,71	2,01	3,15	1,98	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 Ene	0,73	2,05	3,11	1,99	2,32	1,04	2,32	3,47	2,21

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

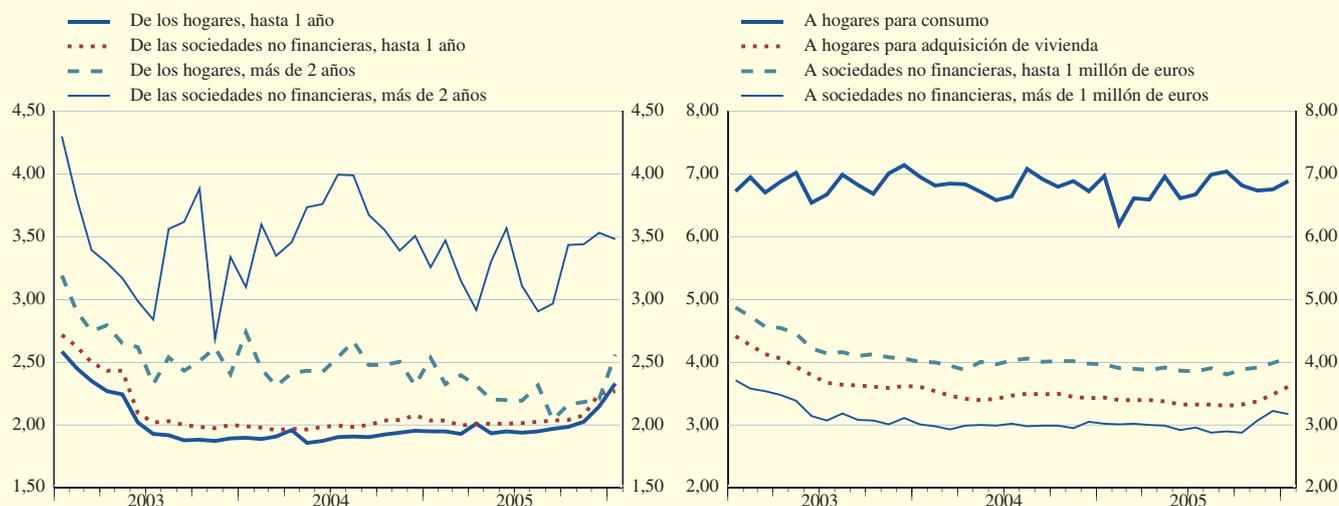
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2005 Feb	4,74	4,45	4,76	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46	
Mar	4,75	4,41	4,78	8,07	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40	
Abr	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37	
May	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35	
Jun	4,62	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35	
Jul	4,57	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29	
Ago	4,54	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28	
Sep	4,51	4,23	4,59	7,94	6,85	5,71	4,25	3,78	4,26	
Oct	4,49	4,19	4,58	7,95	6,80	5,70	4,24	3,77	4,25	
Nov	4,51	4,17	4,53	7,88	6,77	5,70	4,29	3,79	4,25	
Dic	4,54	4,14	4,52	7,93	6,78	5,67	4,35	3,84	4,24	
2006 Ene	4,62	4,14	4,50	8,00	6,78	5,66	4,42	3,88	4,26	

#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

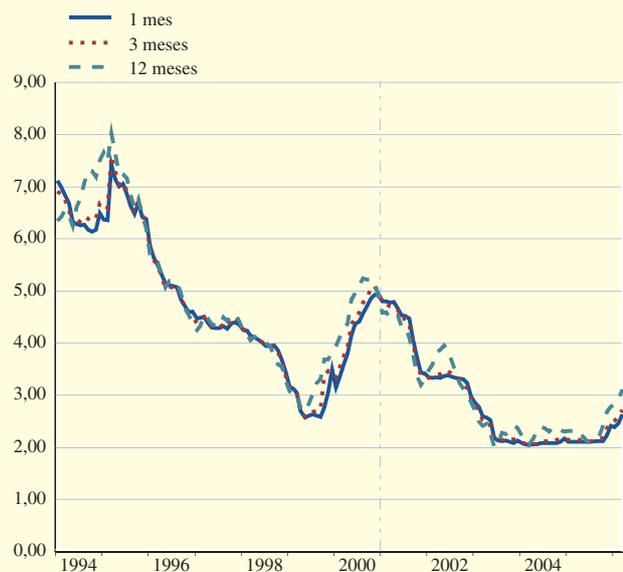
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
IV	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 I	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
2005 Mar	2,06	2,10	2,14	2,19	2,33	3,03	0,05
Abr	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
May	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
Jun	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
Jul	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
Ago	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
Sep	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
Oct	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
Nov	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
Dic	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 Ene	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
Feb	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
Mar	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10

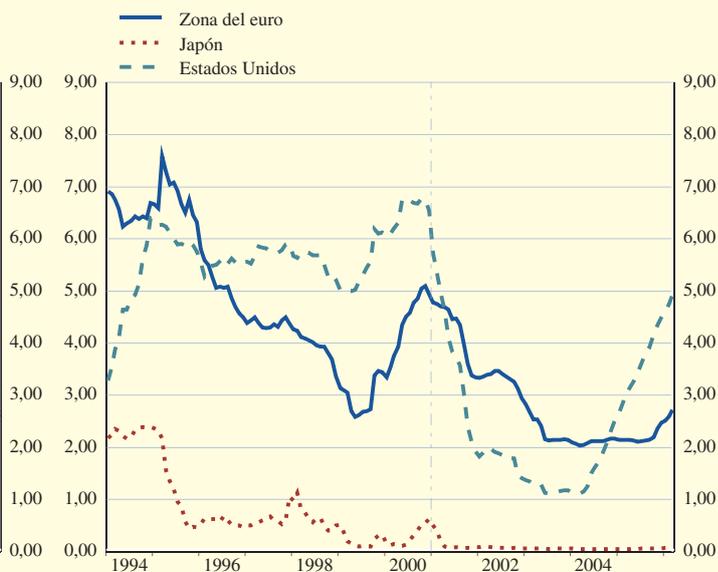
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



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

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

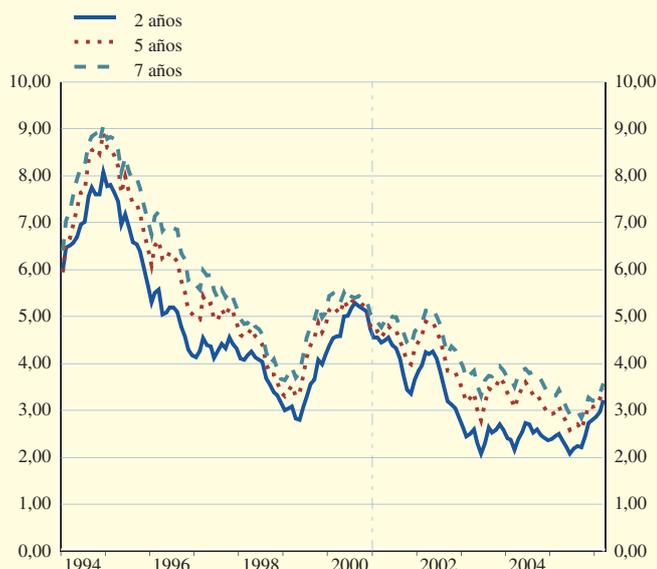
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
IV	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 I	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2005 Mar	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
Abr	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
May	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
Jun	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Jul	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
Ago	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
Sep	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
Oct	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
Nov	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
Dic	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 Ene	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
Feb	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
Mar	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70

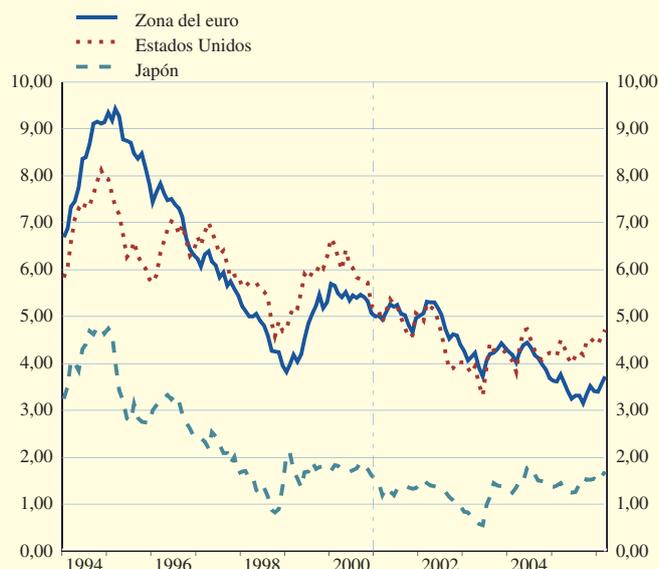
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

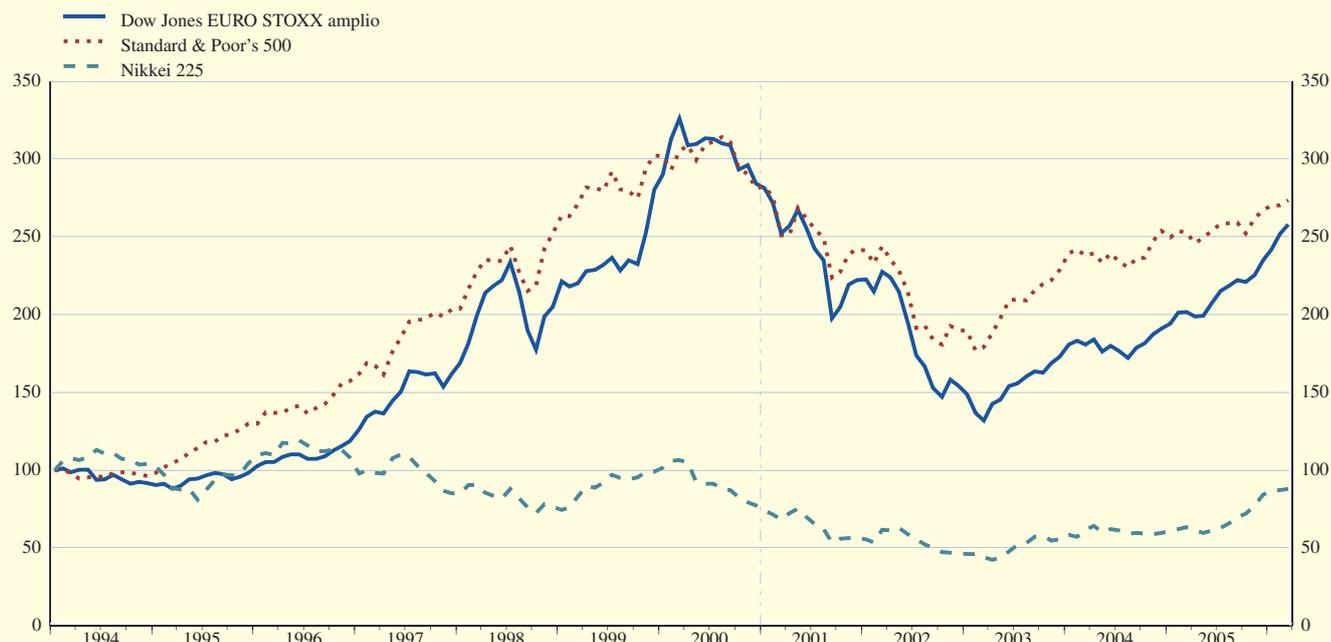
#### 4.8 Índices bursátiles

(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
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,9
IV	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 I	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
2005 Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,5
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
May	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4
Jun	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,8
Jul	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9
Ago	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0
Sep	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6
Oct	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
Nov	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
Dic	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 Ene	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
Feb	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
Mar	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 IV	98,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,4	0,3	0,0	0,0	1,8	0,6
2005 I	98,8	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,5	0,0	0,3	0,5
II	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
III	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	5,6	0,6
IV	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2005 Oct	101,0	2,5	1,5	2,6	2,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Nov	100,8	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,4	0,1	-3,0	0,1
Dic	101,1	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,5	0,0	-0,7	0,1
2006 Ene	100,7	2,4	1,3	2,7	2,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	2,4	0,1
Feb	100,9	2,3	1,3	2,6	2,0	0,2	0,1	0,5	0,1	0,4	0,2
Mar <sup>2)</sup>	.	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						
% del total <sup>1)</sup>	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2004 IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	2,9	-2,6	2,4	5,3
2005 I	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
III	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
IV	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2005 Sep	1,8	2,3	1,0	3,4	0,2	15,0	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	2,9
Oct	1,9	2,4	1,1	2,9	0,3	12,1	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,4	2,7
Nov	2,2	2,6	1,5	2,5	0,4	10,0	2,4	1,9	2,8	-2,7	2,2	2,7
Dic	1,7	1,8	1,5	2,7	0,4	11,2	2,5	2,0	2,6	-2,7	2,2	2,8
2006 Ene	1,9	1,8	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,8	2,2	2,4
Feb	1,8	1,9	1,7	3,0	0,3	12,5	2,6	2,1	2,6	-3,4	2,3	2,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2006.

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de consumo								
				Total	Duradero	No duradero	Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	.	.	28,5	9,4	44,6
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	.	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,1	7,8 <sup>6)</sup>	22,4	2,2	42,2
III	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	.	.	33,5	11,6	50,9
IV	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	.	.	34,2	23,2	48,6
2006 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	35,7	21,2	52,3
2005 Oct	112,0	4,2	2,8	1,4	1,6	1,2	1,3	1,3	1,3	15,3	.	.	23,1	17,4	49,3
Nov	111,8	4,2	2,7	1,5	1,8	1,0	1,4	1,2	1,5	14,7	.	.	33,0	22,5	47,9
Dic	112,0	4,7	3,0	1,5	1,9	1,0	1,3	1,3	1,3	17,0	.	.	48,6	29,8	48,5
2006 Ene	113,3	5,2	3,3	1,6	2,0	1,0	1,5	1,4	1,5	19,8	.	.	43,4	23,1	52,5
Feb	113,9	5,4	3,3	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	19,7	.	.	38,0	23,1	51,8
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,8	17,7	52,6

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

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,2	4,5	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,8	3,0	2,8	3,8	3,0	3,9	2,9	2,4
2004	113,6	2,5	2,3	3,0	2,8	3,2	2,2	2,1
2005	116,5	2,6	2,3	2,9	2,6	2,5	2,6	2,1
2004 IV	114,7	2,4	1,9	4,0	2,8	2,9	2,0	2,0
2005 I	115,4	3,2	2,7	4,0	3,2	3,2	3,2	2,2
II	116,2	2,5	2,2	2,7	2,6	2,3	2,4	2,1
III	116,8	2,3	2,2	2,4	2,3	2,0	2,2	2,1
IV	117,5	2,4	2,1	2,5	2,2	2,6	2,5	2,0

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

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2002	7.248,2	7.058,7	4.141,5	1.465,2	1.465,2	-13,2	189,5	2.623,6	2.434,1
2003	7.446,4	7.283,4	4.266,8	1.522,8	1.493,4	0,4	163,0	2.625,1	2.462,0
2004	7.723,2	7.562,6	4.411,5	1.577,0	1.557,0	17,2	160,6	2.815,4	2.654,8
2005	7.968,4	7.853,2	4.556,6	1.631,1	1.628,4	37,0	115,2	2.996,2	2.881,0
2004 IV	1.951,2	1.918,1	1.118,4	397,3	394,9	7,5	33,0	721,6	688,6
2005 I	1.966,9	1.931,9	1.124,7	400,2	398,6	8,4	35,0	717,9	682,9
II	1.982,0	1.951,4	1.133,3	404,8	404,6	8,7	30,6	736,2	705,6
III	2.002,0	1.975,4	1.147,3	408,5	411,4	8,2	26,5	767,1	740,6
IV	2.017,5	1.994,4	1.151,3	417,7	413,8	11,6	23,0	775,0	751,9
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2005	100,0	98,6	57,2	20,5	20,4	0,5	1,4	-	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) <sup>3)</sup></i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 IV	0,2	0,5	0,9	0,0	0,4	-	-	0,3	1,3
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-	-	-0,9	-1,5
II	0,4	0,5	0,3	0,8	1,0	-	-	2,0	2,3
III	0,7	0,5	0,5	0,9	1,1	-	-	3,4	3,1
IV	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,8	-	-	0,5	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>									
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-1,5	-	-	1,6	0,2
2003	0,7	1,3	1,0	1,7	0,8	-	-	1,1	2,9
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	2,3	-	-	6,5	6,6
2005	1,3	1,5	1,3	1,4	2,1	-	-	3,8	4,5
2004 IV	1,6	1,9	1,9	0,7	1,6	-	-	5,8	7,1
2005 I	1,2	1,6	1,3	0,8	1,2	-	-	3,1	4,3
II	1,2	1,7	1,5	1,2	1,9	-	-	2,6	4,2
III	1,6	1,7	1,9	1,6	2,7	-	-	4,9	5,4
IV	1,7	1,6	0,8	1,7	3,2	-	-	5,1	5,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2004 IV	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-	-
2005 I	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
II	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
III	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2	-	-
IV	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	-0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2005	1,3	1,5	0,8	0,3	0,4	0,0	-0,2	-	-
2004 IV	1,6	1,9	1,1	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 I	1,2	1,5	0,8	0,2	0,2	0,4	-0,3	-	-
II	1,2	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	-0,5	-	-
III	1,6	1,7	1,1	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-	-
IV	1,7	1,5	0,4	0,3	0,6	0,1	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	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2002	6.512,2	153,3	1.378,6	369,6	1.385,2	1.752,5	1.473,0	736,0
2003	6.686,8	152,9	1.387,3	386,7	1.415,4	1.815,0	1.529,5	759,6
2004	6.928,8	153,6	1.430,2	411,1	1.462,3	1.886,6	1.584,9	794,5
2005	7.141,7	147,9	1.473,7	433,3	1.507,8	1.955,9	1.623,1	826,6
2004 IV	1.749,3	38,6	359,5	104,6	369,7	478,0	398,9	201,9
2005 I	1.765,3	37,2	363,1	104,7	372,7	484,3	403,3	201,6
II	1.778,9	37,1	367,1	107,0	375,6	487,7	404,4	203,1
III	1.793,5	36,8	369,9	109,7	379,9	490,6	406,6	208,5
IV	1.804,1	36,8	373,5	111,9	379,6	493,4	408,8	213,4
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2005	100,0	2,1	20,6	6,1	21,1	27,4	22,7	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) <sup>1)</sup></i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2004 IV	0,2	0,2	-0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,3
2005 I	0,3	-2,6	0,2	-0,5	0,5	0,8	0,3	0,0
II	0,5	-1,3	0,8	1,9	0,7	0,4	-0,1	0,0
III	0,6	-0,3	0,9	0,5	0,8	0,4	0,4	1,5
IV	0,4	-0,3	0,6	1,3	0,5	0,0	0,3	-0,7
<i>tasas de variación interanual</i>								
2002	1,0	-0,2	-0,2	0,1	1,2	1,4	2,0	0,1
2003	0,7	-4,0	0,1	1,0	0,5	1,3	1,1	0,8
2004	2,1	7,4	2,3	2,1	2,3	1,9	1,7	1,3
2005	1,4	-2,7	0,9	1,4	2,1	1,9	0,9	0,8
2004 IV	1,7	6,3	0,6	1,2	2,3	1,8	1,6	0,7
2005 I	1,4	-1,3	0,4	-0,4	2,2	2,2	1,2	-0,3
II	1,2	-4,0	0,6	1,4	2,0	1,9	0,7	1,0
III	1,6	-4,0	1,4	2,4	2,4	1,9	1,0	1,7
IV	1,8	-4,5	2,6	3,1	2,4	1,6	0,8	0,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2004 IV	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
2005 I	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-
II	0,5	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	-
III	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-
IV	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,2	-
2004 IV	1,7	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 I	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,3	-
II	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,2	-
III	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,5	0,2	-
IV	1,8	-0,1	0,5	0,2	0,5	0,4	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	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero			No duradero
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-4,5	0,3	3,0	-0,1
2004	2,1	102,2	1,9	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	1,9	-0,2
2005	1,0	103,5	1,2	1,2	1,1	0,8	2,5	0,6	-0,9	0,9	1,2	-0,3
2005 I	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,4	-4,2
II	1,1	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,4	2,2	0,7	-1,5	1,1	1,2	-0,1
III	1,2	104,0	1,5	1,5	1,4	0,9	2,9	1,7	-0,1	2,0	0,4	1,1
IV	2,0	104,5	2,0	2,2	2,2	2,4	3,0	0,9	1,7	0,8	1,8	1,7
2005 Ago	1,9	104,4	2,7	3,1	3,2	3,5	2,9	3,5	2,7	3,6	-0,6	2,4
Sep	1,3	104,2	1,3	1,6	1,6	0,8	2,9	1,8	-0,1	2,2	-0,4	0,6
Oct	0,5	103,5	0,3	0,7	0,6	0,9	0,4	0,5	-0,8	0,7	-1,0	0,5
Nov	2,8	104,9	3,0	3,5	3,3	3,7	4,7	0,9	3,1	0,6	2,1	0,6
Dic	2,7	105,1	2,8	2,4	2,7	2,6	3,9	1,5	3,3	1,2	3,8	4,1
2006 Ene	.	105,2	2,6	2,4	2,5	2,2	4,5	0,8	3,2	0,5	3,7	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Ago	0,7	-	0,8	1,3	1,4	2,1	0,0	1,3	1,2	1,3	-2,4	0,6
Sep	-0,1	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,6	-1,3	-0,4	0,7	-0,8
Oct	-0,5	-	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1	-1,2	-0,8	-0,6	-0,8	-1,2	-0,1
Nov	1,1	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,5	0,2	1,7	0,0	2,9	0,6
Dic	0,6	-	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	0,7	0,0	0,8	3,0	2,3
2006 Ene	.	-	0,1	0,3	0,3	0,4	1,2	-0,4	0,6	-0,6	-2,7	.

### 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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,9	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,4	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,9	3,3	922	1,1
2005	110,8	4,6	110,4	3,7	2,3	106,7	1,3	0,7	1,7	2,0	1,4	933	1,2
2005 I	106,4	2,8	106,9	2,3	2,5	106,4	1,7	1,4	1,8	1,4	1,0	921	0,6
II	108,9	3,3	110,7	4,2	1,7	106,2	0,8	0,3	1,1	1,5	0,5	937	1,0
III	110,7	5,0	111,6	4,0	2,6	106,9	1,6	0,5	2,3	2,3	2,1	942	4,6
IV	117,2	7,3	112,4	4,1	2,3	107,3	1,2	0,6	1,8	2,6	1,8	932	-1,2
2005 Sep	112,0	6,0	113,9	4,8	3,0	106,9	1,7	1,3	1,7	1,4	2,0	953	4,6
Oct	111,5	4,5	107,3	1,5	2,6	107,3	1,3	1,3	1,4	2,0	1,8	942	0,1
Nov	116,9	9,8	115,1	5,6	2,6	107,4	1,5	0,7	2,1	3,1	1,7	931	-2,0
Dic	123,2	7,5	114,9	5,1	2,0	107,2	0,9	0,0	1,8	2,6	1,9	922	-1,8
2006 Ene	115,8	9,6	114,4	7,8	2,7	107,7	1,3	0,5	1,7	4,2	1,8	943	2,1
Feb	.	.	.	.	2,4	107,5	1,0	-0,5	2,2	.	.	938	2,6
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Sep	-	1,5	-	0,4	-0,3	-	-0,6	0,1	-1,3	-3,1	-0,7	-	2,2
Oct	-	-0,5	-	-5,9	0,5	-	0,4	0,5	0,2	1,3	0,1	-	-1,2
Nov	-	4,9	-	7,3	0,1	-	0,1	-0,4	0,4	1,2	-0,1	-	-1,1
Dic	-	5,4	-	-0,2	0,0	-	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,7	-	-1,0
2006 Ene	-	-6,0	-	-0,4	0,6	-	0,5	0,8	0,2	0,8	0,0	-	2,2
Feb	-	.	-	.	-0,1	-	-0,2	-0,7	0,2	.	.	-	-0,5

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

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

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

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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	94,5	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,6	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,4	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,1	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-8
2005 I	98,7	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
II	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
III	97,7	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
IV	100,1	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2006 I	102,6	-2	-9	9	11	.	-11	-3	-11	20	-8
2005 Oct	100,2	-6	-16	10	8	81,1	-13	-5	-15	23	-9
Nov	99,7	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
Dic	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 Ene	101,5	-4	-12	10	9	81,7	-11	-3	-11	19	-9
Feb	102,7	-2	-10	8	11	-	-10	-3	-11	19	-8
Mar	103,5	-1	-6	9	12	-	-11	-3	-12	21	-7

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

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	24,9	15,3	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,493	1,5	1,7	0,2	-0,8	0,1	0,7	1,7	4,2	1,3
2002	135,464	0,7	0,8	0,1	-1,6	0,1	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,838	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,835	0,7	0,6	1,3	-0,8	-1,6	1,1	0,9	2,5	1,3
2004 III	136,900	0,8	0,6	1,6	-0,4	-1,8	2,1	0,9	2,4	1,3
IV	137,241	1,0	0,9	1,6	-0,6	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 I	137,363	0,9	0,8	1,2	-1,3	-1,1	1,4	1,1	2,1	1,4
II	137,576	0,8	0,8	1,0	-1,0	-1,3	1,2	0,9	2,2	1,4
III	137,940	0,8	0,9	0,4	-1,6	-0,9	0,7	0,6	2,2	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 III	0,408	0,3	0,1	1,4	0,3	-0,5	1,1	0,4	0,7	0,3
IV	0,341	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,3	0,2	0,5	0,4
2005 I	0,122	0,1	0,3	-1,0	-1,0	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,5
II	0,213	0,2	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,2
III	0,364	0,3	0,2	0,5	-0,7	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,4

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		48,5		51,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,899	8,9	9,750	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,713	10,5
2005	12,543	8,6	9,484	7,3	3,060	17,7	6,084	7,4	6,460	10,0
2004 IV	12,872	8,8	9,734	7,6	3,138	18,1	6,261	7,6	6,611	10,3
2005 I	12,848	8,8	9,627	7,5	3,221	18,4	6,217	7,6	6,631	10,3
II	12,674	8,7	9,601	7,4	3,072	17,7	6,156	7,5	6,517	10,1
III	12,377	8,5	9,402	7,3	2,975	17,3	6,038	7,4	6,339	9,9
IV	12,223	8,4	9,215	7,1	3,008	17,6	5,886	7,2	6,337	9,8
2005 Sep	12,259	8,4	9,280	7,2	2,980	17,4	5,991	7,3	6,269	9,8
Oct	12,219	8,3	9,219	7,1	3,000	17,5	5,929	7,2	6,290	9,8
Nov	12,244	8,4	9,235	7,1	3,009	17,6	5,888	7,2	6,356	9,9
Dic	12,206	8,3	9,190	7,1	3,016	17,7	5,840	7,1	6,365	9,9
2006 Ene	12,102	8,3	9,084	7,0	3,018	17,6	5,796	7,1	6,306	9,8
Feb	12,021	8,2	8,987	7,0	3,034	17,7	5,773	7,0	6,248	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).

- Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- Ocupados en el 2004; parados en el 2005.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

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

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - recursos

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

#### 2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

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

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

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

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

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

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

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

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.
- 6) Los ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

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

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

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

11) Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

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

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

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

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

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

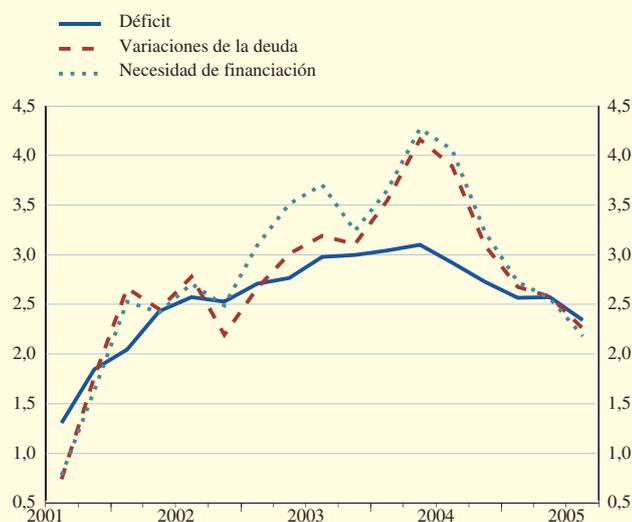
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2002 IV	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 I	69,6	2,7	11,7	5,2	49,9
II	70,1	2,7	11,6	5,7	50,2
III	70,3	2,7	11,6	5,5	50,5
IV	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 I	71,1	2,0	12,5	5,5	51,2
II	71,8	2,2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

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

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

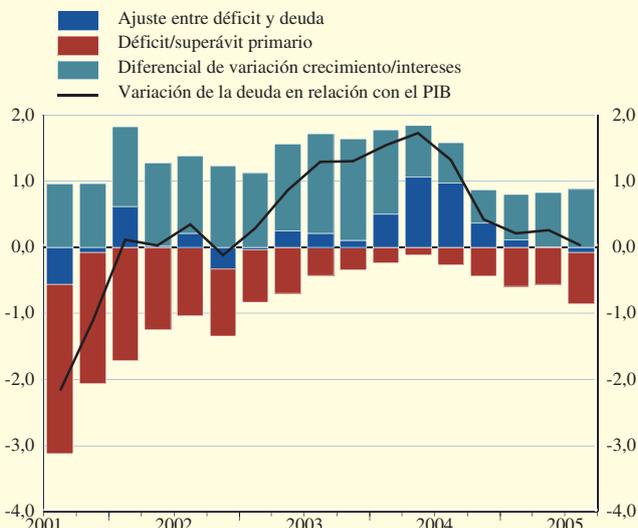
### C26 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C27 Deuda según los criterios Maastricht

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



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

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

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

### 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

#### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	33,9	108,2	19,5	-37,4	-56,4	12,9	46,8	4,1	-1,7	68,9	-11,2	-80,2	28,2	-50,9
2004	45,6	106,7	28,3	-33,1	-56,3	17,4	63,0	-8,3	-46,8	71,2	-4,8	-40,4	12,5	-54,7
2005	-28,0	58,5	31,8	-52,0	-66,4	12,2	-15,8	44,2	-153,8	144,7	-15,9	50,3	18,9	-28,4
2004 IV	15,5	21,6	6,3	1,9	-14,3	5,9	21,4	2,3	-19,9	30,7	-4,1	-6,8	2,4	-23,7
2005 I	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
II	-13,6	18,4	10,2	-26,0	-16,1	3,9	-9,7	43,4	-11,6	103,3	3,3	-54,7	3,1	-33,7
III	-3,8	16,3	8,1	-9,0	-19,3	3,0	-0,9	29,8	-97,6	92,6	-8,7	41,3	2,2	-29,0
IV	-14,0	8,3	10,3	-13,9	-18,7	4,1	-9,9	-54,9	-24,6	-55,0	-3,3	19,2	8,8	64,8
2005 Ene	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
Feb	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
Mar	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
Abr	-11,0	3,8	2,5	-13,0	-4,3	0,2	-10,8	-11,2	-11,6	-14,0	-0,5	15,6	-0,8	22,0
May	-3,0	6,0	3,2	-7,0	-5,3	1,6	-1,5	39,4	7,9	18,2	0,7	10,0	2,6	-38,0
Jun	0,4	8,5	4,4	-6,0	-6,5	2,1	2,5	15,3	-7,9	99,1	3,0	-80,3	1,4	-17,8
Jul	1,4	9,8	3,8	-6,5	-5,6	0,8	2,2	3,4	-83,7	75,3	0,9	8,4	2,6	-5,6
Ago	-2,8	0,8	1,6	0,4	-5,7	0,8	-2,0	-1,3	-12,2	-12,9	-7,0	30,9	-0,1	3,3
Sep	-2,4	5,7	2,7	-2,8	-8,0	1,4	-1,1	27,7	-1,7	30,3	-2,6	2,0	-0,3	-26,6
Oct	-7,5	3,2	4,2	-9,4	-5,5	0,8	-6,8	-9,9	-6,4	-6,6	-1,5	4,3	0,2	16,7
Nov	-7,2	2,5	2,7	-5,5	-6,9	0,9	-6,4	-8,8	-12,9	-34,7	1,0	36,6	1,2	15,2
Dic	0,7	2,5	3,5	1,0	-6,3	2,5	3,2	-36,2	-5,3	-13,8	-2,8	-21,7	7,4	32,9
2006 Ene	-11,3	-6,8	-0,3	-1,7	-2,5	1,0	-10,3	-12,3	5,1	-38,2	-2,1	25,3	-2,3	22,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2006 Ene	-33,5	50,3	31,0	-49,6	-65,2	14,0	-19,5	13,7	-138,2	123,9	-14,6	24,5	18,2	5,8

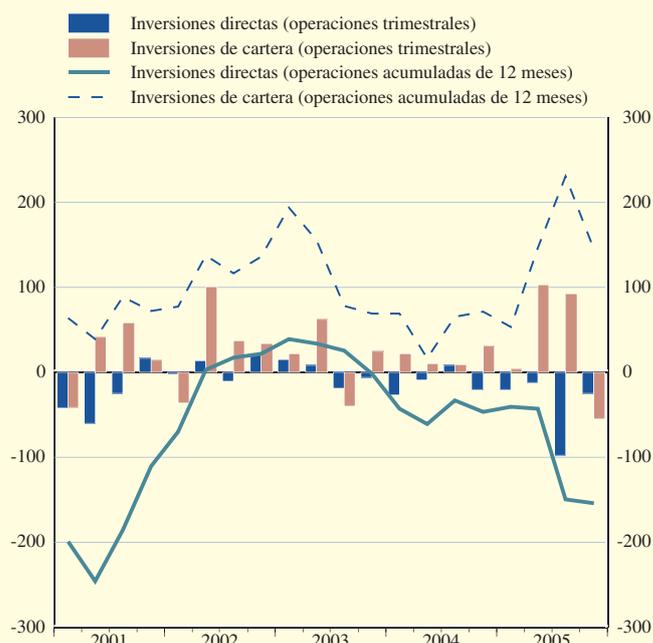
#### C28 Cuenta corriente

(mm de euros)



#### C29 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 2. Cuenta corriente y cuenta de capital

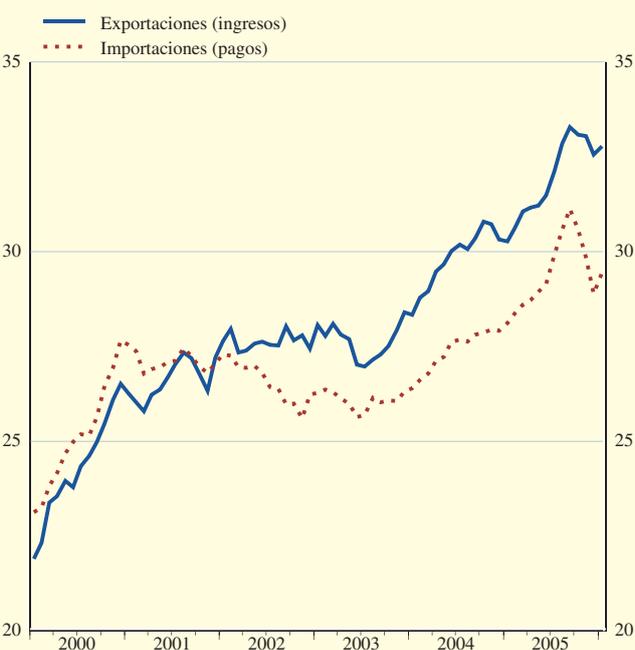
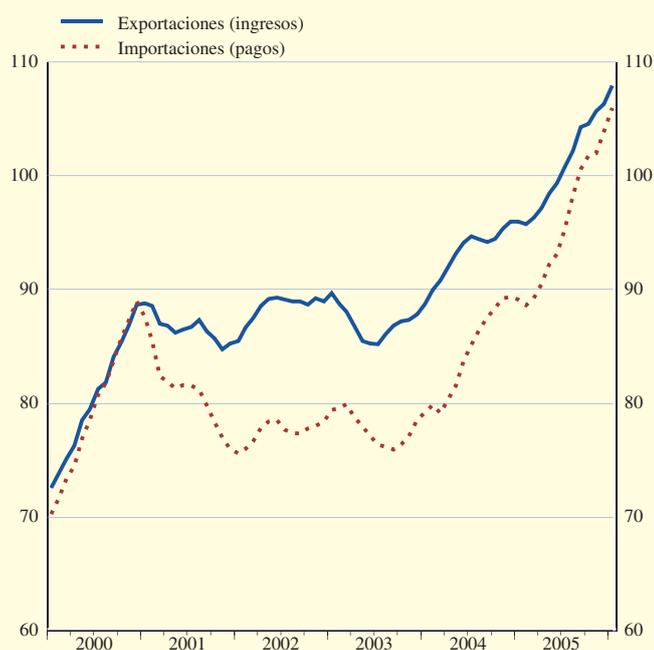
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	81,7	138,1	23,7	10,8
2004	1.840,7	1.795,1	45,6	1.133,1	1.026,4	360,3	332,0	266,2	299,3	81,0	137,3	24,0	6,6
2005	1.996,6	2.024,6	-28,0	1.222,1	1.163,6	386,0	354,2	306,3	358,3	82,2	148,5	22,2	10,1
2004 IV	485,0	469,5	15,5	299,9	278,3	92,6	86,2	74,5	72,6	18,0	32,3	7,6	1,7
2005 I	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
II	498,7	512,3	-13,6	304,9	286,5	96,1	86,0	81,0	107,1	16,7	32,8	5,7	1,8
III	505,6	509,4	-3,8	309,2	292,8	107,1	99,0	73,9	82,8	15,4	34,7	4,8	1,8
IV	531,9	545,9	-14,0	329,2	320,9	98,8	88,5	86,1	100,0	17,7	36,5	6,9	2,8
2005 Nov.	176,7	183,9	-7,2	112,7	110,1	31,2	28,5	28,3	33,8	4,5	11,5	1,5	0,7
Dec.	185,9	185,1	0,7	108,3	105,8	34,1	30,6	34,5	33,5	9,0	15,3	3,7	1,2
2006 Jan.	163,7	174,9	-11,3	100,9	107,8	29,8	30,0	23,4	25,1	9,6	12,0	1,7	0,7
	Datos desestacionalizados												
2004 IV	470,3	460,4	9,9	287,8	268,0	91,0	83,8	71,4	74,8	20,1	33,9	.	.
2005 I	473,7	469,2	4,5	289,0	267,8	93,2	85,8	70,7	77,4	20,8	38,2	.	.
II	487,8	487,6	0,3	298,0	279,3	94,4	87,4	73,9	86,2	21,5	34,6	.	.
III	509,6	521,2	-11,6	312,8	301,7	99,8	93,4	77,0	90,0	20,0	36,1	.	.
IV	518,8	540,0	-21,3	318,8	311,6	97,7	86,7	82,8	104,0	19,5	37,7	.	.
2005 May	162,7	162,3	0,4	99,7	94,0	31,3	29,4	24,8	27,3	6,9	11,6	.	.
June	163,2	162,8	0,4	100,0	93,1	32,0	29,4	24,1	28,8	7,1	11,5	.	.
July	168,2	171,3	-3,1	102,4	98,6	33,1	31,0	25,7	30,6	6,9	11,1	.	.
Aug.	170,1	176,4	-6,3	104,1	103,1	33,4	31,3	25,7	29,6	7,0	12,3	.	.
Sep.	171,3	173,5	-2,2	106,3	100,0	33,3	31,0	25,6	29,8	6,1	12,7	.	.
Oct.	167,7	175,0	-7,4	103,2	102,1	32,5	29,3	25,5	32,8	6,5	10,8	.	.
Nov.	174,2	183,7	-9,5	107,6	103,8	33,3	29,2	28,0	38,1	5,3	12,6	.	.
Dec.	176,9	181,3	-4,4	108,0	105,7	31,9	28,1	29,3	33,2	7,8	14,3	.	.
2006 Jan.	171,6	174,9	-3,3	108,2	108,4	33,2	31,0	26,4	26,8	3,7	8,7	.	.

#### C30 Bienes

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

#### C31 Servicios

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



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

### 3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	15,1	6,2	230,6	277,1	54,9	55,2	7,5	7,1	19,9	52,1	65,4	71,9	83,0	90,8
2003	14,8	6,1	221,4	267,5	59,4	52,6	10,0	9,7	18,6	53,5	65,7	79,1	67,8	72,6
2004	15,2	6,2	251,0	293,1	77,8	67,5	11,7	12,3	24,0	57,3	74,6	84,3	63,0	71,6
2004 III	3,8	1,8	59,9	66,0	16,5	16,3	2,5	2,9	5,7	11,3	19,3	17,6	15,9	17,8
IV	4,0	1,6	70,5	71,0	25,5	15,1	3,0	3,5	5,4	10,4	19,5	22,7	17,1	19,4
2005 I	3,7	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
II	3,7	1,8	77,3	105,3	23,9	24,4	3,2	3,6	9,8	30,0	21,7	24,1	18,7	23,1
III	3,8	1,9	70,1	80,9	16,5	20,8	2,8	3,0	7,4	15,4	23,6	19,3	19,7	22,4

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
2003	-139,7	-122,6	-2,3	-120,3	-17,1	0,0	-17,1	138,0	120,4	3,1	117,4	17,6	0,1	17,5
2004	-130,8	-141,6	-18,5	-123,0	10,8	0,1	10,7	84,0	76,6	1,2	75,5	7,4	0,7	6,7
2005	-206,9	-124,8	-8,4	-116,5	-82,1	0,2	-82,3	53,1	14,6	-0,4	14,9	38,6	0,3	38,3
2004 IV	-65,2	-68,6	-8,6	-60,0	3,4	0,1	3,3	45,4	36,4	1,0	35,4	9,0	-0,1	9,1
2005 I	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
II	-25,9	-20,5	-1,8	-18,6	-5,4	0,0	-5,5	14,4	4,6	0,4	4,2	9,8	-0,1	10,0
III	-102,6	-78,3	-4,8	-73,5	-24,3	0,1	-24,4	4,9	-8,8	0,9	-9,6	13,7	0,4	13,3
IV	-46,1	-10,6	0,7	-11,3	-35,5	0,0	-35,5	21,5	6,6	-1,9	8,5	14,9	-0,3	15,3
2005 Ene	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
Feb	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
Mar	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
Abr	-15,6	2,1	-1,8	3,9	-17,7	0,0	-17,7	4,1	7,8	-0,2	8,0	-3,7	0,1	-3,9
May	8,0	-4,5	-0,5	-4,0	12,5	0,0	12,5	-0,1	-2,1	0,2	-2,3	2,0	0,0	1,9
Jun	-18,3	-18,0	0,5	-18,5	-0,3	0,0	-0,3	10,4	-1,2	0,4	-1,5	11,6	-0,3	11,9
Jul	-83,5	-75,6	-3,2	-72,3	-7,9	0,1	-8,0	-0,2	0,9	0,2	0,7	-1,2	0,0	-1,2
Ago	-7,4	-1,9	-0,6	-1,4	-5,5	0,0	-5,5	-4,7	-4,9	0,2	-5,1	0,2	0,1	0,1
Sep	-11,6	-0,8	-1,0	0,2	-10,8	0,0	-10,9	9,9	-4,8	0,4	-5,2	14,7	0,3	14,4
Oct	-9,4	6,9	0,6	6,3	-16,3	0,0	-16,3	3,0	5,9	0,1	5,8	-3,0	0,0	-2,9
Nov	-21,6	-5,2	0,5	-5,7	-16,3	0,0	-16,3	8,7	0,0	-1,7	1,8	8,6	-0,1	8,7
Dic	-15,1	-12,2	-0,3	-11,9	-2,9	0,0	-2,9	9,9	0,6	-0,3	0,9	9,3	-0,2	9,5
2006 Ene	1,8	6,5	-0,6	7,2	-4,7	-0,2	-4,5	3,3	5,6	0,1	5,4	-2,3	-0,1	-2,2

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema			AAPP		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	AAPP	Otros sectores		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-63,1	-2,6	111,6	-2,4	-45,0	-129,4	-0,2	197,5	0,2	-45,9	21,6	0,6	38,0
2004	0,0	-22,4	-80,4	-3,4	137,5	1,2	-81,4	-94,7	-2,1	255,8	-0,1	-43,3	-9,7	0,1	8,6
2005	-0,1	-14,8	-111,5	.	271,3	-0,7	-121,4	-160,9	.	240,8	0,0	-17,1	3,4	.	55,8
2004 IV	0,0	-0,9	-23,8	-0,2	82,9	0,6	-20,9	-27,2	-0,5	41,3	-0,1	-12,2	5,6	4,3	-14,6
2005 I	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
II	0,0	21,7	-22,2	-0,6	26,7	-0,7	-40,4	-33,2	-0,1	151,2	-0,4	-9,1	-5,0	-2,4	14,7
III	-0,1	-5,1	-26,4	-1,0	149,7	-0,4	-21,6	-53,6	0,1	28,5	0,1	-7,3	5,1	0,2	23,7
IV	0,0	-3,9	-42,2	.	58,4	0,6	-24,0	-35,2	.	15,8	-0,1	-6,5	9,9	.	-27,8
2005 Ene	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
Feb	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
Mar	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
Abr	0,0	9,9	-5,2	-	-47,4	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,8	-0,3	-10,5	1,3	-	11,2
May	0,0	6,7	-15,4	-	22,9	-0,1	-16,1	-5,5	-	27,5	0,0	-2,2	-6,0	-	6,4
Jun	0,0	5,1	-1,6	-	51,3	0,2	-11,1	-17,1	-	72,0	0,0	3,5	-0,2	-	-3,0
Jul	-0,1	-3,5	-14,6	-	109,0	0,2	-4,3	-16,0	-	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-	5,1
Ago	0,0	2,0	-8,9	-	23,9	-0,5	-5,6	-15,2	-	-7,4	0,3	-11,5	1,0	-	8,9
Sep	0,0	-3,5	-3,0	-	16,8	-0,2	-11,6	-22,4	-	35,3	0,4	4,2	4,5	-	9,7
Oct	0,0	4,9	-7,7	-	-9,8	0,6	-16,0	-13,4	-	19,7	0,0	7,0	5,2	-	3,0
Nov	0,0	-6,6	-16,2	-	16,0	0,1	-3,8	-14,8	-	2,8	0,0	-6,1	1,2	-	-7,3
Dic	0,0	-2,1	-18,3	-	52,3	-0,1	-4,1	-7,1	-	-6,8	0,0	-7,4	3,4	-	-23,5
2006 Ene	0,0	-5,2	-23,7	-	20,7	0,2	-31,8	-2,3	-	-4,7	0,4	1,9	-6,1	-	12,5

### 6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-254,1	173,9	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,4	134,8	-50,7	52,3	-101,7	82,5	-100,5	-	32,6
2004	-314,3	273,9	-0,2	7,1	-2,2	-2,0	-2,6	-259,6	246,9	-20,0	-3,3	-239,6	250,2	-52,4	-13,2	22,5
2005	-549,6	600,0	-1,0	5,9	3,6	-3,3	-2,2	-385,4	472,8	-101,4	44,9	-283,9	427,9	-166,9	-40,2	123,5
2004 I	-71,8	65,0	1,4	3,5	3,1	3,7	-1,6	-73,8	58,8	0,9	-0,9	-74,6	59,7	-2,5	10,3	4,4
2005 I	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
II	-162,6	107,9	-1,3	0,3	-7,4	-8,5	-1,8	-97,5	45,6	-18,7	22,4	-78,8	23,2	-56,4	11,5	63,8
III	-104,0	145,3	0,4	4,3	7,3	4,7	1,2	-85,5	125,0	-21,9	15,9	-63,6	109,2	-26,2	-16,8	14,7
IV	-112,5	131,6	-0,6	-3,4	-0,2	-2,1	-1,9	-75,6	106,3	-39,3	-3,7	-36,3	110,0	-36,0	-16,0	30,7
2005 Ene	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
Feb	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
Mar	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
Abr	-120,5	136,1	0,1	-0,2	-5,2	-5,3	-2,1	-98,1	94,6	-9,1	0,1	-89,0	94,5	-17,4	11,5	43,8
May	-12,7	22,7	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	21,1	-3,4	11,0	20,9	10,1	-29,6	-3,7	1,4
Jun	-29,4	-50,9	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,1	-6,2	11,4	-10,7	-81,4	-9,4	3,7	18,6
Jul	-42,2	50,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,5	0,9	-39,1	47,3	-6,5	4,8	-32,7	42,5	-2,7	-1,5	3,5
Ago	20,7	10,2	0,2	0,8	6,0	8,4	0,5	20,5	-0,3	-0,7	4,3	21,2	-4,6	-6,0	-5,7	9,2
Sep	-82,5	84,5	-0,1	4,6	2,0	0,9	-0,2	-66,9	78,0	-14,7	6,8	-52,2	71,2	-17,5	-9,6	2,0
Oct	-52,9	57,3	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	51,5	-5,0	0,6	-44,1	50,9	-4,1	2,6	4,8
Nov	-126,4	163,0	-0,7	1,7	0,2	0,8	0,2	-114,0	170,1	-1,6	-3,4	-112,3	173,5	-12,0	-9,9	-9,0
Dic	66,9	-88,6	0,0	-4,1	-0,7	-2,3	-4,1	87,5	-115,3	-32,7	-0,9	120,2	-114,4	-19,9	-8,7	34,9
2006 Ene	-104,0	129,3	-0,2	8,0	1,2	1,8	-2,4	-71,2	117,4	9,1	-1,9	-80,3	119,4	-33,8	-18,0	6,2

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

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

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-51,0	-21,8	-29,1	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-10,9	-86,3	-2,3	4,1	28,3	0,1
2004	-256,5	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-41,3	-28,1	-13,2	-5,0	8,6	11,7	2,2
2004 III	-22,1	-1,7	4,9	1,5	1,8	-8,7	4,2	-12,9	-0,8	0,0	-0,3	3,7
IV	-75,6	1,8	59,1	-0,3	-0,1	-0,8	-11,2	10,3	-1,6	2,5	2,4	-0,5
2005 I	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
II	-97,3	-0,2	44,5	1,2	-5,2	-49,2	-60,8	11,5	-2,0	1,1	61,4	1,3
III	-83,5	-2,0	122,1	2,9	2,3	-21,7	-4,9	-16,8	-6,8	0,5	17,1	-2,9

### 8. Activos de reserva

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

Fuente: BCE.

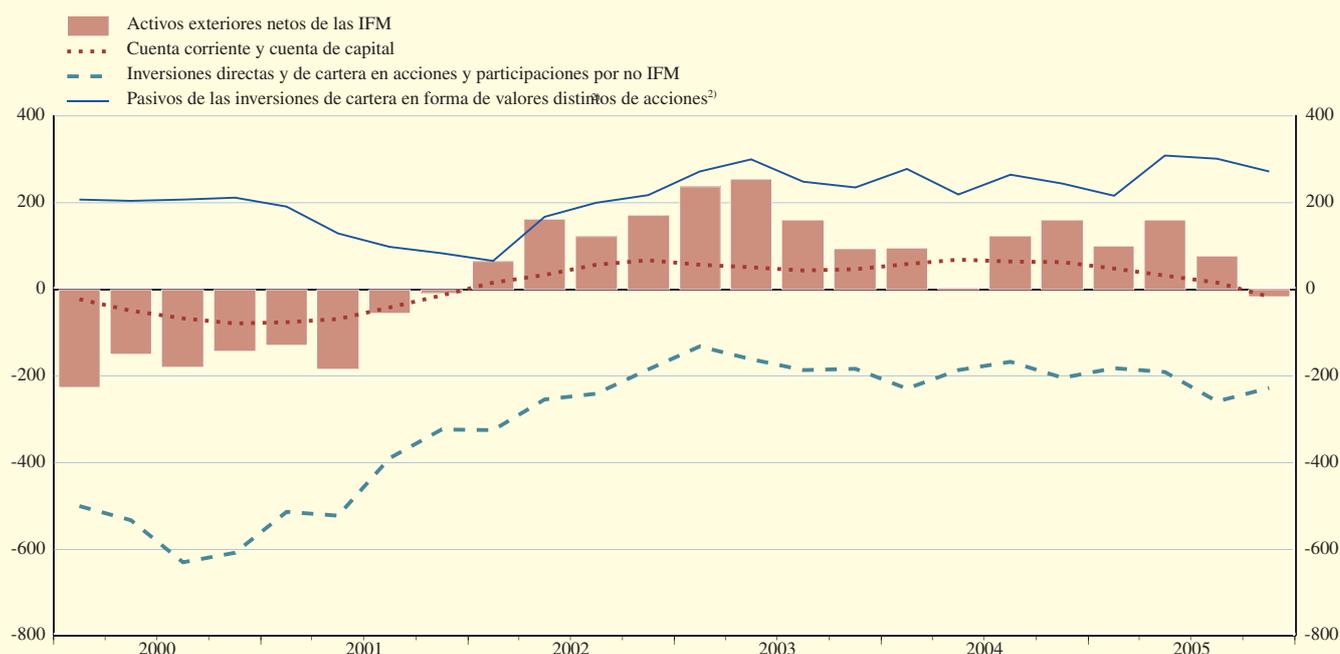
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos  No IFM	Pasivos		Activos  No IFM	Pasivos  No IFM				
					Acciones y partici- paciones <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	46,8	-137,4	137,9	-170,9	115,9	235,8	-100,9	29,2	-11,2	-50,9	94,3	94,1
2004	63,0	-112,4	83,3	-184,8	127,5	244,5	-54,6	19,9	-4,8	-54,7	127,0	160,7
2005	-15,8	-198,7	52,8	-269,0	227,9	272,4	-163,3	121,3	-15,9	-28,4	-16,8	-16,2
2004 IV	21,4	-56,7	45,4	-45,4	90,3	13,3	0,6	2,7	-4,1	-23,7	43,9	57,2
2005 I	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,3	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,6	-24,8
II	-9,7	-24,1	14,5	-60,3	0,9	171,6	-63,8	62,0	3,3	-33,7	60,5	65,0
III	-0,9	-97,9	4,5	-75,0	154,3	45,4	-18,9	16,0	-8,7	-29,0	-10,0	-20,7
IV	-9,9	-46,8	21,9	-67,5	43,3	-15,8	-36,2	28,8	-3,3	64,8	-20,7	-35,7
2005 Ene	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,3	-15,8
Feb	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,7
Mar	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,5	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,9	-22,7
Abr	-10,8	-13,8	3,9	-14,6	-57,8	60,1	-22,5	41,6	-0,5	22,0	7,7	2,3
May	-1,5	8,5	-0,1	-26,9	11,2	31,9	-29,4	1,9	0,7	-38,0	-41,6	-39,5
Jun	2,5	-18,8	10,7	-18,9	47,5	79,6	-11,9	18,4	3,0	-17,8	94,4	102,1
Jul	2,2	-80,3	-0,3	-31,1	116,0	3,8	-3,4	4,4	0,9	-5,6	6,7	0,6
Ago	-2,0	-6,9	-4,8	-23,0	25,5	0,4	0,0	9,7	-7,0	3,3	-4,8	1,7
Sep	-1,1	-10,7	9,6	-20,8	12,8	41,1	-15,5	1,8	-2,6	-26,6	-11,9	-22,9
Oct	-6,8	-10,0	3,0	-15,8	-10,6	16,8	-3,8	6,8	-1,5	16,7	-5,2	-6,6
Nov	-6,4	-22,0	8,7	-29,7	15,9	-4,0	-11,8	-8,8	1,0	15,2	-41,8	-43,6
Dic	3,2	-14,8	10,1	-22,0	38,0	-28,6	-20,6	30,8	-2,8	32,9	26,3	14,5
2006 Ene	-10,3	2,6	3,4	-32,0	17,2	0,2	-32,6	3,8	-2,1	22,5	-27,3	-1,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2006 Ene	-19,5	-182,7	52,9	-285,4	237,6	249,7	-178,7	123,0	-14,6	5,8	-11,8	-1,4

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

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

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

(operaciones acumuladas)

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

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

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

#### 4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

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

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Inversiones directas</b>	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
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	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
<b>Otras inversiones</b>	-196,1	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,3
Activos	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
AAPP	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Otros sectores	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Pasivos	3.136,4	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,7
AAPP	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,6	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,4
Otros sectores	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

Fuente: BCE.

### 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

#### 1. Posición de inversión internacional: resumen

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

#### 2. Inversiones directas

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

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

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

Fuente: BCE.

## 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

### 4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	2,3	0,8	40,2	0,2	3,1	70,1	-	-	55,8	0,2	44,7	12,3
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	-	-	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,2	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 II	4,8	0,2	79,0	0,2	1,4	62,3	47,7	14,6	42,3	0,0	41,7	3,0
III	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	55,8	44,9	10,9	42,5	0,0	42,4	2,9

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	1.666,4	48,8	2.362,1	49,3	176,4	511,7	-	-	101,2	109,7	349,7	40,7
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	-	-	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 II	2.276,9	66,3	2.780,4	70,0	184,6	685,6	329,6	356,0	127,8	116,5	484,3	62,0
III	2.362,8	61,5	2.905,5	66,0	182,7	717,5	334,7	382,8	137,3	121,5	495,4	60,8

### 5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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
III	310,9	149,4	380,258	4,2	13,8	143,5	10,8	27,3	105,7	0,5	66,1	39,0	-0,3	0,0	24,0	-19,5
2005 Dic	320,2	163,4	375,861	4,3	10,6	141,8	12,7	21,3	107,8	-	-	-	0,0	0,0	25,6	-17,9
2006 Ene	332,0	176,3	375,626	4,3	7,8	143,6	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
Feb	332,1	175,5	374,888	4,3	7,2	145,0	7,0	26,8	111,3	-	-	-	0,0	0,0	24,7	-19,7
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
III	41,1	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	0,0	8,9	13,1	0,0	0,0	2,3	-1,5
2005 Dic	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 Ene	42,2	10,9	23,145	0,2	0,0	31,1	1,8	5,7	23,7	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
Feb	43,1	10,8	23,145	0,2	0,0	32,1	1,5	5,3	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2

Fuente: BCE.

**7.5 Comercio exterior de bienes**

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,7	949,2	985,0	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,0	501,3	222,8	300,5	925,0	990,8	553,9	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,3	547,4	246,9	313,4	997,3	1.075,0	604,2	183,6	256,0	770,0	129,5
2005	7,2	12,2	1.235,4	582,4	264,8	326,7	1.067,8	1.211,7	686,4	200,0	267,2	841,4	180,4
2004 III	9,1	14,6	287,9	138,5	61,7	78,4	250,7	275,7	157,1	46,1	63,8	195,7	36,6
IV	8,9	12,7	292,0	139,0	62,7	78,1	253,3	279,0	158,5	47,5	65,0	199,2	36,7
2005 I	3,4	8,6	291,8	138,3	62,3	77,5	255,7	278,9	155,2	44,5	63,3	198,0	36,1
II	6,2	10,8	302,2	143,5	63,7	80,2	258,8	291,6	165,8	49,1	65,0	201,5	40,5
III	9,9	14,4	318,6	149,2	70,0	84,2	274,6	315,8	180,8	52,5	68,6	217,4	51,3
IV	9,3	14,6	322,8	151,4	68,8	84,9	278,8	325,4	184,6	53,8	70,3	224,5	52,4
2005 Ago	14,4	20,1	107,0	50,3	23,5	28,3	92,4	107,7	62,8	18,4	23,2	73,8	18,3
Sep	12,9	13,8	107,8	50,6	24,0	28,6	93,0	105,2	60,2	17,2	23,3	72,3	18,2
Oct	6,6	11,6	104,6	49,1	22,2	27,5	90,1	105,7	59,3	17,5	22,7	72,5	17,3
Nov	10,6	14,3	108,4	51,0	22,8	28,6	93,1	107,3	60,8	18,6	23,5	74,2	17,9
Dic	10,8	18,0	109,8	51,4	23,8	28,8	95,6	112,5	64,5	17,7	24,1	77,8	17,2
2006 Ene	15,1	25,2	110,3	50,5	17,5	29,2	93,9	112,8	63,2	11,1	25,3	73,6	.
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,2	98,2	98,8	89,6	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,8	109,2	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,2	121,0	119,8	118,3	107,9	103,8	108,4	118,3	107,3	105,7
2005	4,5	4,0	123,7	117,8	129,6	122,5	124,3	112,7	104,6	118,0	120,9	114,7	107,0
2004 III	7,7	8,3	117,6	115,7	120,2	119,5	118,2	108,8	105,2	108,3	117,2	108,1	114,6
IV	7,5	6,2	119,7	115,7	123,6	119,5	119,9	109,4	104,3	113,6	119,9	110,4	105,9
2005 I	1,2	2,4	118,8	113,8	122,9	118,0	120,1	109,7	102,7	107,8	116,6	109,9	105,9
II	4,3	4,7	121,9	117,0	125,0	121,2	121,1	111,1	104,3	117,2	119,1	111,0	103,1
III	7,1	4,6	126,9	120,2	136,6	125,6	127,5	114,1	105,5	122,0	123,4	117,7	109,6
IV	5,3	4,2	127,4	120,2	133,8	125,3	128,4	116,0	105,8	124,8	124,4	120,4	109,6
2005 Ago	11,6	9,3	127,6	121,8	137,6	126,4	128,6	116,2	109,3	125,9	124,9	119,2	118,3
Sep	9,9	3,8	128,7	122,2	140,3	127,5	129,4	113,7	104,8	121,5	125,0	117,7	113,0
Oct	2,8	3,4	124,1	117,5	130,2	122,1	124,8	114,3	103,2	122,8	121,7	117,7	109,3
Nov	7,4	4,4	128,6	121,7	132,5	126,6	129,0	115,2	104,9	129,6	125,0	119,4	113,9
Dic	5,8	4,8	129,5	121,3	138,6	127,1	131,5	118,5	109,3	122,1	126,5	124,2	105,6
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasa de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,1	2,5	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,5
2005	2,6	7,8	99,4	100,3	94,5	101,4	98,0	104,8	111,0	92,6	100,0	98,3	137,0
2004 III	1,3	5,8	97,6	97,2	94,9	99,8	96,8	98,9	101,1	93,2	98,5	97,2	103,9
IV	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,5	96,5	99,5	102,9	91,5	98,2	96,8	112,9
2005 I	2,2	6,0	97,9	98,7	93,7	99,9	97,1	99,3	102,3	90,3	98,3	96,8	111,1
II	1,8	5,8	98,8	99,6	94,2	100,7	97,6	102,4	107,6	91,6	98,8	97,5	128,3
III	2,6	9,3	100,1	100,8	94,8	102,0	98,3	108,0	116,0	94,1	100,7	99,1	152,6
IV	3,8	10,0	101,0	102,3	95,1	103,1	99,1	109,4	118,0	94,2	102,3	100,0	155,9
2005 Ago	2,5	9,9	100,2	100,7	94,9	102,4	98,4	108,6	116,6	95,8	100,8	99,8	151,0
Sep	2,8	9,6	100,2	100,9	94,7	102,2	98,4	108,4	116,7	93,0	101,1	98,9	157,8
Oct	3,7	7,8	100,7	101,8	94,7	102,9	98,9	108,2	116,6	93,4	101,5	99,1	154,8
Nov	3,0	9,5	100,8	102,1	95,4	103,0	98,9	109,0	117,6	94,2	102,1	100,0	153,7
Dic	4,8	12,6	101,4	103,2	95,2	103,3	99,5	111,2	119,8	95,0	103,4	100,9	159,4
2006 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

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

### 2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Exportaciones (f.o.b.)</i>															
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	1.060,0	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,8
2004	1.147,3	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.235,4	28,5	44,8	202,3	141,9	42,9	70,1	34,6	184,9	43,5	34,0	165,6	72,7	46,7	122,8
2004 III	287,9	6,5	10,5	51,5	31,8	9,2	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,7
IV	292,0	6,7	10,7	51,2	32,7	9,3	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,8	15,9	10,5	30,5
2005 I	291,8	6,7	10,9	49,8	33,1	9,8	17,4	8,0	43,4	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,8
II	302,2	7,0	11,1	49,8	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	31,8
III	318,6	7,3	11,4	51,3	36,1	11,3	17,9	9,0	47,1	11,4	8,5	43,9	19,3	12,3	31,8
IV	322,8	7,5	11,3	51,4	38,7	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,2	19,2	12,2	32,4
2005 Ago	107,0	2,5	3,8	17,5	11,9	4,0	6,2	3,1	15,9	3,8	2,9	14,5	6,7	4,1	10,1
Sep	107,8	2,5	3,8	17,0	12,4	3,9	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,9	6,6	4,1	11,0
Oct	104,6	2,4	3,7	16,6	12,5	3,6	5,9	3,0	15,8	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,6
Nov	108,4	2,6	3,8	17,4	12,8	3,9	5,9	2,9	16,3	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,4
Dic	109,8	2,5	3,9	17,3	13,4	3,7	6,2	3,4	16,8	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	10,4
2006 Ene	110,3	.	.	.	.	4,0	6,2	3,1	16,9	4,0	3,0	14,4	6,2	4,6	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	15,0	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	9,9
<i>Importaciones (c.i.f.)</i>															
2002	985,0	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,8	67,8	39,4	81,4
2003	990,8	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	141,2	68,9	39,8	85,3
2004	1.075,0	25,3	39,7	144,0	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	163,2	72,8	45,1	85,4
2005	1.211,7	25,3	41,9	150,4	116,6	72,9	57,8	24,8	120,5	117,7	52,8	187,2	95,0	52,7	96,2
2004 III	275,7	6,4	10,1	37,5	26,1	14,6	13,6	6,0	28,7	23,5	13,7	42,5	19,1	11,6	22,2
IV	279,0	6,5	10,2	36,6	27,3	16,0	13,8	6,1	28,9	25,3	13,5	43,3	19,8	11,7	20,3
2005 I	278,9	6,1	10,0	35,8	27,0	16,6	13,5	6,2	29,0	26,3	12,9	41,0	20,3	12,1	22,1
II	291,6	6,4	10,3	36,7	28,8	17,5	14,4	5,9	30,0	27,7	12,5	46,1	21,8	12,0	21,5
III	315,8	6,3	10,6	38,6	29,9	18,9	15,0	6,1	30,7	31,1	13,6	49,4	26,8	13,8	25,0
IV	325,4	6,5	11,0	39,2	30,8	19,9	15,0	6,6	30,9	32,5	13,8	50,7	26,1	14,8	27,6
2005 Ago	107,7	2,1	3,5	12,9	9,9	6,8	5,1	2,1	10,3	10,6	4,7	17,3	9,8	4,8	7,9
Sep	105,2	2,1	3,5	12,9	10,3	6,5	5,0	2,1	10,2	10,3	4,5	16,6	9,1	4,7	7,5
Oct	105,7	2,2	3,6	12,8	10,1	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,3	15,8	8,3	4,8	9,9
Nov	107,3	2,1	3,7	13,2	10,2	6,4	4,9	2,2	10,3	10,7	4,6	17,2	9,1	4,9	7,6
Dic	112,5	2,2	3,7	13,2	10,5	7,0	5,0	2,3	10,5	11,6	4,8	17,7	8,7	5,1	10,2
2006 Ene	112,8	.	.	.	.	7,7	5,0	2,1	10,6	11,1	4,6	18,1	8,5	5,1	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,4	9,6	6,0	4,8	2,1	10,0	9,7	4,4	15,4	7,8	4,3	7,9
<i>Saldo</i>															
2002	98,7	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,8	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,1
2003	69,2	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,7	-9,4	-1,8	15,6
2004	72,3	0,5	2,1	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,3	-9,0	-4,8	28,0
2005	23,7	3,2	2,8	51,9	25,3	-29,9	12,3	9,8	64,4	-74,2	-18,8	-21,6	-22,2	-6,1	26,6
2004 III	12,3	0,1	0,4	13,9	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,7	-5,3	-4,3	-2,5	-1,3	4,5
IV	13,0	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	14,9	-15,3	-5,3	-5,5	-3,9	-1,2	10,2
2005 I	12,8	0,6	0,9	13,9	6,1	-6,8	3,9	1,8	14,4	-16,0	-4,5	-2,0	-3,1	-1,1	4,8
II	10,6	0,6	0,9	13,2	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,7	-4,1	-5,6	-4,7	-0,9	10,3
III	2,8	1,1	0,8	12,7	6,2	-7,6	2,8	2,9	16,5	-19,7	-5,0	-5,5	-7,5	-1,5	6,8
IV	-2,6	1,0	0,3	12,1	7,9	-8,7	3,0	2,8	17,9	-20,7	-5,1	-8,5	-6,9	-2,5	4,8
2005 Ago	-0,8	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,7	1,1	1,0	5,6	-6,8	-1,7	-2,8	-3,1	-0,7	2,2
Sep	2,5	0,4	0,2	4,0	2,2	-2,6	0,9	1,1	5,7	-6,4	-1,7	-1,7	-2,5	-0,6	3,4
Oct	-1,1	0,3	0,1	3,8	2,4	-2,8	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,5	-2,1	-2,2	-0,7	0,7
Nov	1,2	0,4	0,1	4,2	2,6	-2,5	0,9	0,7	6,0	-6,9	-1,8	-3,1	-2,7	-0,7	3,8
Dic	-2,6	0,3	0,2	4,1	2,9	-3,3	1,2	1,1	6,3	-7,4	-1,8	-3,3	-2,1	-1,1	0,3
2006 Ene	-2,5	.	.	.	.	-3,8	1,1	1,0	6,3	-7,0	-1,6	-3,7	-2,2	-0,5	.

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

## TIPOS DE CAMBIO

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

(medias del período; índice 1999 I=100)

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

### C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



### C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won surcoreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 III	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1.255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
IV	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1.231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2006 I	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1.173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
2005 Sep	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1.261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
Oct	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1.256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
Nov	7,4596	9,5614	0,67933	1,1786	139,59	1,5449	1.226,38	9,1390	2,0017	1,3944	7,8295	1,6030
Dic	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1.212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
2006 Ene	7,4613	9,3111	0,68598	1,2103	139,82	1,5494	1.190,02	9,3851	1,9761	1,4025	8,0366	1,6152
Feb	7,4641	9,3414	0,68297	1,1938	140,77	1,5580	1.157,96	9,2640	1,9448	1,3723	8,0593	1,6102
Mar	7,4612	9,4017	0,68935	1,2020	140,96	1,5691	1.171,84	9,3270	1,9486	1,3919	7,9775	1,6540
	% variación sobre mes anterior											
2006 Mar	0,0	0,6	0,9	0,7	0,1	0,7	1,2	0,7	0,2	1,4	-1,0	2,7
	% variación sobre año anterior											
2006 Mar	0,2	3,4	-0,4	-8,9	1,5	1,3	-11,9	-9,4	-9,5	-13,4	-2,6	-1,6
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano <sup>1)</sup> 24
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 III	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
IV	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2006 I	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
2005 Sep	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
Oct	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
Nov	29,266	15,6466	0,57351	0,6963	3,4528	251,04	0,4293	3,9701	239,51	38,678	1,9557	3,6543
Dic	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
2006 Ene	28,722	15,6466	0,57376	0,6960	3,4528	250,71	0,4293	3,8201	239,49	37,492	1,9558	3,6449
Feb	28,407	15,6466	0,57436	0,6961	3,4528	251,57	0,4293	3,7941	239,49	37,390	1,9558	3,5393
Mar	28,650	15,6466	0,57530	0,6961	3,4528	260,85	0,4293	3,8837	239,55	37,478	1,9558	3,5074
	% variación sobre mes anterior											
2006 Mar	0,9	0,0	0,2	0,0	0,0	3,7	0,0	2,4	0,0	0,2	0,0	-0,9
	% variación sobre año anterior											
2006 Mar	-3,8	0,0	-1,4	0,0	0,0	6,6	-0,6	-3,2	-0,1	-2,0	0,0	-
	Yuan renminbi chino <sup>2)</sup> 25	Kuna croata <sup>2)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>2)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>2)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>2)</sup> 31	Rublo ruso <sup>2)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>2)</sup> 34	Nueva lira turca <sup>3)</sup> 35	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9,685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1,694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11,127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1,777,052	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12,072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 III	9,9250	7,3728	77,64	12,216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
IV	9,6057	7,3831	73,86	11,875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2006 I	9,6793	7,3426	78,43	11,178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
2005 Sep	9,9177	7,4384	76,15	12,542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
Oct	9,7189	7,3822	73,29	12,118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
Nov	9,5273	7,3791	72,98	11,834,55	4,4534	1,7088	64,258	33,9184	7,8502	48,469	1,6033	
Dic	9,5746	7,3882	75,36	11,675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
2006 Ene	9,7630	7,3772	74,58	11,472,89	4,5425	1,7616	63,590	34,3284	7,3811	47,965	1,6158	
Feb	9,6117	7,3191	76,57	11,048,98	4,4487	1,7741	61,776	33,6802	7,3079	47,014	1,5830	
Mar	9,6581	7,3300	83,74	11,009,15	4,4514	1,8956	61,499	33,4973	7,5171	46,836	1,6071	
	% variación sobre mes anterior											
2006 Mar	0,5	0,1	9,4	-0,4	0,1	6,8	-0,4	-0,5	2,9	-0,4	1,5	
	% variación sobre año anterior											
2006 Mar	-11,6	-1,7	5,8	-11,1	-11,3	4,8	-14,4	-8,2	-5,6	-8,0	-	

Fuente: BCE.

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

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IAPC</b>													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2005 II	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,6	0,5	1,9
III	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,8	2,3	2,2	0,9	2,4
IV	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2005 Oct	2,4	1,9	4,5	2,2	7,7	3,0	3,1	3,0	1,6	3,2	3,5	0,9	2,3
Nov	2,2	1,8	4,0	2,0	7,6	2,9	3,3	4,3	1,1	2,1	3,6	1,2	2,1
Dic	1,9	2,2	3,6	1,4	7,1	3,0	3,3	3,4	0,8	2,4	3,9	1,3	1,9
2006 Ene	2,4	2,0	4,7	2,0	7,6	3,5	2,5	2,4	0,9	2,6	4,1	1,1	1,9
Feb	2,4	2,1	4,5	2,3	7,0	3,4	2,3	2,3	0,9	2,3	4,3	1,1	2,0
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
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
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
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
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>													
2005 Sep	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
Oct	3,46	3,22	-	4,22	3,87	3,50	6,49	4,41	4,91	3,62	3,25	3,17	4,40
Nov	3,76	3,46	-	4,22	3,56	3,64	6,81	4,39	5,38	3,62	3,70	3,39	4,37
Dic	3,61	3,35	-	4,09	3,59	3,79	6,89	4,39	5,16	3,69	3,62	3,37	4,27
2006 Ene	3,39	3,31	-	3,96	3,60	3,62	6,66	4,39	4,95	3,73	3,59	3,33	3,97
Feb	3,41	3,48	-	3,96	3,60	3,53	6,71	4,38	4,79	3,72	3,75	3,42	4,05
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>													
2005 Sep	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
Oct	1,91	2,22	2,32	3,59	2,78	2,31	6,15	3,24	4,55	4,01	3,03	1,72	4,59
Nov	2,24	2,39	2,32	3,51	2,84	2,42	6,20	3,19	4,64	4,01	3,19	1,72	4,62
Dic	2,17	2,48	2,59	3,47	3,16	2,53	6,21	3,22	4,62	4,00	3,12	1,89	4,64
2006 Ene	2,14	2,52	2,61	3,42	4,03	2,56	6,02	3,20	4,49	4,00	3,17	2,03	4,60
Feb	2,00	2,66	2,62	3,24	4,03	2,61	-	3,18	4,26	3,84	3,34	2,11	4,58
<b>PIB real</b>													
2004	4,7	1,9	7,8	3,9	8,5	7,0	4,6	-1,5	5,2	4,2	5,5	3,7	3,1
2005	6,0	3,4	9,8	3,8	10,2	7,4	4,1	2,5	2,6	3,9	6,0	2,7	1,8
2005 II	5,8	3,4	10,2	3,6	11,4	7,7	4,3	1,5	2,1	4,9	5,1	2,4	1,7
III	5,8	4,8	10,4	4,0	11,4	8,5	4,4	5,4	2,7	4,0	6,2	2,9	1,9
IV	6,9	3,8	11,5	3,6	10,5	8,3	4,2	2,5	2,8	5,1	7,6	2,9	1,8
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,5	-8,0	-3,8	-2,5	-3,1	6,9	-1,8
2005	-2,5	3,5	-9,8	-6,0	-11,3	-5,9	-6,8	-9,3	-1,3	-1,2	-7,7	6,2	.
2005 II	-4,1	5,0	-10,9	1,6	-9,9	-6,7	-7,6	-10,6	-0,8	0,4	-11,9	5,8	-1,1
III	-4,3	5,0	-6,6	3,2	-11,2	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	6,8	-3,2
IV	-4,2	2,8	-12,3	-16,2	-14,0	-5,4	-5,9	-18,4	-1,8	-4,2	-11,5	5,4	.
<b>Costes laborales unitarios</b>													
2004	1,1	0,3	3,0	-	7,2	1,0	4,2	-	-	3,8	2,1	-0,6	2,1
2005	.	0,6	3,7	-	5,4	.	.	-	-	.	2,7	1,4	.
2005 II	-0,1	1,7	2,4	-	-	1,3	-	-	-	-	3,6	0,1	3,5
III	2,0	-1,7	4,1	-	-	3,5	-	-	-	-	4,1	0,6	.
IV	.	0,5	5,6	-	-	.	-	-	-	-	.	.	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2004	8,3	5,5	9,7	4,7	10,4	11,4	6,1	7,3	19,0	6,3	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,2	9,0	8,2	7,2	7,3	17,8	6,3	16,4	.	4,7
2005 III	7,8	4,6	7,4	5,3	9,1	7,8	7,3	7,2	17,7	6,4	16,2	.	4,7
IV	7,7	4,1	7,0	5,0	8,3	6,9	7,5	7,4	17,3	6,4	16,3	.	5,0
2006 I	.	.	.	.	.	.	7,5	.	.	.	.	.	.
2005 Nov	7,7	4,1	7,0	5,0	8,3	6,8	7,5	7,3	17,3	6,4	16,3	.	5,0
Dic	7,7	4,0	6,7	4,9	8,1	6,8	7,5	7,6	17,2	6,4	16,1	.	4,9
2006 Ene	7,7	4,4	6,3	5,3	8,2	6,9	7,6	7,9	17,2	6,3	15,9	.	.
Feb	7,7	4,4	5,9	5,2	8,0	6,6	7,6	8,0	17,0	6,3	15,8	.	.
Mar	.	.	.	.	.	.	7,4	.	.	.	.	.	.

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

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

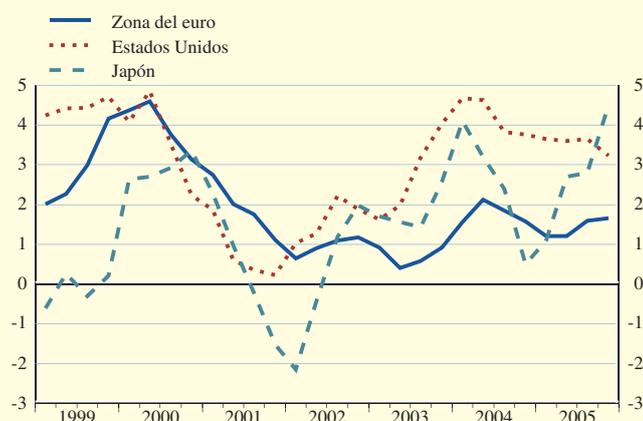
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2002	1,6	0,6	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	2,5	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	1,9	3,5	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	.	.
2005 I	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
II	2,9	3,0	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
III	3,8	2,2	3,6	3,1	5,0	5,8	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
IV	3,7	0,2	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	.	.
2006 I	.	.	.	.	.	.	4,76	4,57	1,2023	.	.
2005 Nov	3,5	-	-	4,7	5,0	7,3	4,35	4,53	1,1786	-	-
Dic	3,4	-	-	4,5	4,9	7,6	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 Ene	4,0	-	-	5,0	4,7	8,0	4,60	4,41	1,2103	-	-
Feb	3,6	-	-	4,5	4,8	8,0	4,76	4,56	1,1938	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	4,92	4,72	1,2020	-	-
Japón											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,3	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,8	1,3	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 I	-0,2	-1,0	1,1	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	0,9	2,7	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
III	-0,3	0,3	2,8	0,1	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
IV	-0,5	-2,1	4,5	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 I	.	.	.	.	.	.	0,08	1,58	140,51	.	.
2005 Nov	-0,8	-2,5	-	3,4	4,6	2,1	0,06	1,52	139,59	-	-
Dic	-0,1	-2,1	-	3,7	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	-	-
2006 Ene	0,5	.	-	2,2	4,5	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
Feb	0,4	.	-	3,7	4,1	.	0,07	1,57	140,77	-	-
Mar	.	.	-	.	.	.	0,10	1,70	140,96	-	-

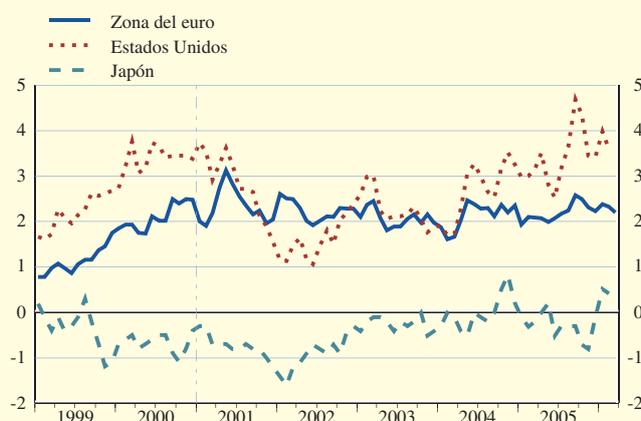
### C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

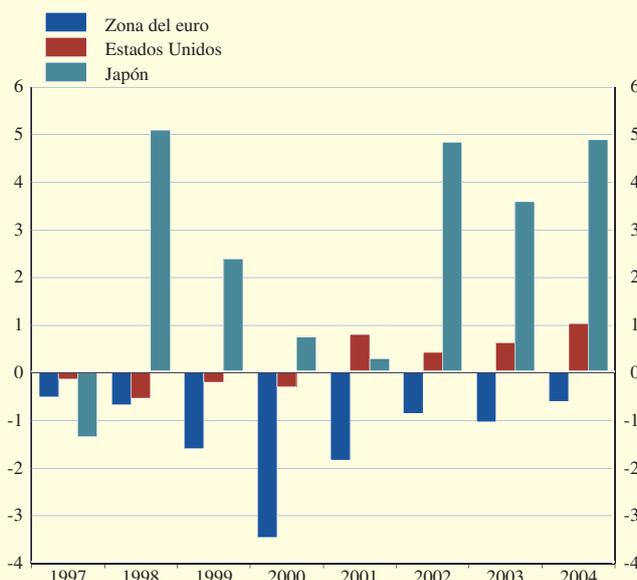
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	3,9	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,1	0,2	13,3	8,4	11,3	9,0
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,3	8,0	3,2	0,3	13,5	6,0	11,0	9,5
2005	13,3	20,1	-6,3	7,4	7,3	2,5	8,2	1,2	-0,6	13,7	4,2	9,6	9,5
2004 I	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,6	1,0	13,3	6,0	11,0	9,5
II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,5	13,6	5,1	10,7	9,1
III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	4,0	8,4	2,6	-0,1	13,6	6,3	10,9	8,8
IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,8	7,3	4,6	0,8	13,6	6,7	11,4	10,6
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,2	7,7	2,7	0,5	13,7	4,3	10,0	8,3
II	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,8	8,1	1,5	-0,4	13,9	4,3	9,4	10,0
III	13,6	19,9	-5,9	7,2	7,4	1,6	8,6	-0,3	-1,9	13,8	4,2	9,9	10,5
IV	13,2	20,5	-6,7	7,6	7,4	2,2	8,3	1,1	-0,5	13,5	3,8	9,1	9,0
Japón													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	2,0	1,2	.	2,8	.	0,7
2004 I	28,7	25,5	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
II	21,4	20,2	3,6	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
III	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
IV	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 I	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
II	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
III	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
IV	.	23,9	.	.	.	15,8	.	18,2	3,3	.	15,5	.	3,4

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



C38 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>  
(en porcentaje del PIB)



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

- 1) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.
- 3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

## LISTA DE GRÁFICOS

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



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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:

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se 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:

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

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

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

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

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

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

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

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

#### RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

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

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

#### RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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



## NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de abril de 2006.

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

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

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

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

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

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

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

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

### PANORÁMICA GENERAL

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

### ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

las estadísticas a corto plazo<sup>3</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>4</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>5</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>6</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

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

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

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

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

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

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

## FINANZAS PÚBLICAS

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

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

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

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

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

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>7</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>8</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

#### **OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR**

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

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

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

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

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

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

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

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

dos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

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

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

últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información so-

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

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

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

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

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 8 DE ENERO DE 2004

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

## 12 DE ENERO DE 2004

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

## 5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

## 10 DE MARZO DE 2004

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

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

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

## 14 DE ENERO DE 2005

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

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

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

## 1 DE DICIEMBRE DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2003 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 y 239 del Informe Anual del BCE del 2001, en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002 y en las páginas 235 y 236 del Informe Anual del BCE del 2003, respectivamente.

de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 6 de diciembre de 2005. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,25% y el 1,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 6 de diciembre de 2005.

#### **16 DE DICIEMBRE DE 2005**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 30 mm de euros a 40 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2006. Al fijar este importe se han tomado en consideración dos factores. En primer lugar, se espera que las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro vuelvan a aumentar en el año 2006. En segundo lugar, el Euro-sistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales

de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2007.

#### **12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

#### **2 DE MARZO DE 2006**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

## 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 enero y marzo del 2006. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2004», abril 2005.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.

«Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

«Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.

«Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.

«Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

«Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.

«Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.

«Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

«La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.

«Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.

«Evolución del gobierno corporativo», mayo 2005.

«El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.

«La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.

«Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

«La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.

«El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.

«Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

«Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.

«Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 2005.

«El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.

«Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.

«Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

«Previsibilidad de la política monetaria del BCE», enero 2006.

«*Hedge funds*: evolución e implicaciones», enero 2006.

«Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», febrero 2006.

«Políticas presupuestarias y mercados financieros», febrero 2006.

«La importancia de la reforma del gasto público para la estabilidad y el crecimiento económicos», abril 2006.

«Gestión de carteras del BCE», abril 2006.

«Acuerdos monetarios y cambiarios de la zona del euro con algunos terceros países y territorios», abril 2006.



## STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 1 «The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments», por K. M. Löber, febrero 2006.
- 2 «The application of multilingualism in the European Union context», por P. Athanassiou, marzo 2006.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 22 «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, octubre 2005.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.
- 40 «What does European institutional integration tell us about trade integration?», por F. P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, diciembre 2005.

- 41 «Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences», por N. Leiner-Killinger, C. Madaschi y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2005.
- 42 «The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union», por F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher y K. G. Spitzer, diciembre 2005.
- 43 «The accumulation of foreign reserves», por un Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, febrero 2006.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 570 «Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis», por L. Rinaldi y A. Sanchis-Arellano, enero 2006.
- 571 «Are emerging market currency crises predictable? A test», por T. A. Peltonen, enero 2006.
- 572 «Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data», por M. Kuismanen y L. Pistaferri, enero 2006.
- 573 «Credit chains and the propagation of financial distress», por F. Boissay, enero 2006.
- 574 «Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union», por F. Buseti, L. Forni, A. Harvey y F. Venditti, enero 2006.
- 575 «Growth in euro area labour quality», G. Schwerdt y J. Turunen, enero 2006.
- 576 «Debt-stabilising fiscal rules», por P. Michel, L. von Thadden y J.-P. Vidal, enero 2006.
- 577 «Distortionary taxation, debt and the price level», por A. Schabert y L. von Thadden, enero 2006.
- 578 «Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography», por H. Berger, M. Ehrmann y M. Fratzscher, enero 2006.
- 579 «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», por J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano y M. Spolander, enero 2006.
- 580 «Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison», por C. K. Sørensen y T. Werner, enero 2006.
- 581 «Public sector efficiency: evidence for new EU Member States and emerging markets», por A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, enero 2006.
- 582 «What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?», por F. O. Bilbiie, A. Meier y G. J. Müller, enero 2006.
- 583 «Back to square one: identification issues in DSGE models», por F. Canova y L. Sala, enero 2006.
- 584 «A new theory of forecasting», por S. Manganelli, enero 2006.
- 585 «Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement», por A. Lamo, J. Messina y E. Wasmer, febrero 2006.
- 586 «A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, febrero 2006.
- 587 «Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries», por U. Böwer y C. Guillemineau, febrero 2006.
- 588 «Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover», por M. Ehrmann, febrero 2006.
- 589 «Forecasting economic aggregates by disaggregates», por D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2006.
- 590 «The pecking order of cross-border investment», por C. Daude y M. Fratzscher, febrero 2006.
- 591 «Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence», por A. Banerjee y J. L. Carrion-i-Silvestre, febrero 2006.
- 592 «Non-linear dynamics in the euro area demand for M1», por A. Calza y A. Zaghini, febrero 2006.
- 593 «Robustifying learnability», por R. J. Tetlow y P. von zur Muehlen, febrero 2006.
- 594 «The euro's trade effects», por R. Baldwin, comentarios de J. A. Frankel y J. Melitz, marzo 2006.

- 595 «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», por D. Giannone y L. Reichlin, comentarios de B. E. Sørensen y M. McCarthy, marzo 2006.
- 596 «The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets», por R. Duval y J. Elmeskov, comentarios de S. Nickell y J. F. Jimeno, marzo 2006.
- 597 «Price-setting and inflation persistence: did EMU matter?», por I. Angeloni, L. Aucremanne y M. Ciccarelli, comentarios de W. T. Dickens y T. Yates, marzo 2006.
- 598 «The impact of the euro on financial markets», por L. Capiello, P. Hördahl, A. Kadareja y S. Manganeli, comentarios de X. Vives y B. Gerard, marzo 2006.
- 599 «What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview», por F. P. Mongelli y J. L. Vega, marzo 2006.

#### **OTRAS PUBLICACIONES**

- «Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.
- «Review of the international role of the euro», enero 2005.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report», enero 2005.
- «Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.
- «Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), febrero 2005.
- «Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.
- «Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option», abril 2005.
- «Euro money market study 2004», mayo 2005.
- «Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», mayo 2005.
- «Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004», mayo 2005.
- «TARGET Annual Report 2004», mayo 2005.
- «The new EU Member States: convergence and stability», mayo 2005.
- «Financial Stability Review», junio 2005.
- «Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.
- «Guía para la consulta de las autoridades nacionales al Banco Central Europeo acerca de los proyectos de disposiciones legales», junio 2005.
- «Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.
- «Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.
- «Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.
- «Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.
- «Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures» («Blue Book»), agosto 2005.

«Eurosysteem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.

«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales – Declaración», agosto 2005.

«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.

«Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles», agosto 2005.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.

«EU banking structures», octubre 2005.

«EU banking sector stability», octubre 2005.

«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.

«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods» («B.O.P Book»), noviembre 2005.

«Large EU banks' exposures to hedge funds», noviembre 2005.

«Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosysteem contribution to the Commission's public consultation», noviembre 2005.

«The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosysteem contribution to the public consultation», diciembre 2005.

«Financial Stability Review», diciembre 2005.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2005.

«The Eurosysteem, the Union and beyond», diciembre 2005.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables», enero 2006.

«Requerimientos de recopilación de datos de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo de conformidad con el marco para el reciclaje de billetes», enero 2006.

«Euro money market survey 2005», enero 2006.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2006.

«Hacia una zona única de pagos para el euro – objetivos y plazos (cuarto informe)», febrero 2006.

«Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet», febrero 2006.

«Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment», febrero 2006.

«National implementation of Regulation ECB/2001/13», febrero 2006.

«Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book)», marzo 2006.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«The current TARGET system», agosto 2005.

«TARGET2 – innovation and transformation», agosto 2005.

«The euro area at a glance», agosto 2005.



## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado, han adoptado el euro como moneda única.