



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

**06 | 2005**

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

BOLETÍN MENSUAL  
JUNIO

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL JUNIO 2005

En el año 2005,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 50 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, 2005

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2005

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística  
para elaborar este Boletín se ha cerrado  
el 1 de junio de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<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>EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)</b>	<b>V</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>15</b>	<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004</b>	<b>IX</b>
Precios y costes	<b>46</b>	<b>GLOSARIO</b>	<b>XV</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>53</b>		
Evolución de las finanzas públicas	<b>63</b>		
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	<b>68</b>		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>73</b>		
<b>Recuadros</b>			
1 La labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y su impacto en la evolución monetaria	<b>19</b>		
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 8 de febrero y el 10 de mayo de 2005	<b>28</b>		
3 Aumento reciente de los diferenciales de renta fija privada	<b>33</b>		
4 La recuperación del crecimiento de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras en los últimos trimestres	<b>40</b>		
5 Evolución de los precios industriales de los bienes de consumo	<b>49</b>		
6 Importantes modificaciones en las cuentas nacionales de la zona del euro y de los Estados miembros de la UE	<b>53</b>		
7 Evaluación del reciente impulso procedente del sector exterior en la actividad de la zona del euro	<b>56</b>		
8 Comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo del 2005 elaboradas por los expertos del BCE	<b>70</b>		
9 Previsiones de otras instituciones	<b>71</b>		
10 Indicadores de competitividad de la zona del euro en términos de costes y precios: similitudes y diferencias	<b>75</b>		

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de junio de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

En conjunto, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno estima que las presiones inflacionistas subyacentes seguirán estando contenidas en la zona del euro a medio plazo. En consecuencia, decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés en todos los plazos continúa representando un estímulo considerable para el crecimiento económico de la zona del euro, que en el momento actual muestra un ritmo moderado. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Por lo que concierne al análisis económico en el que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, según las primeras estimaciones, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,5% en el primer trimestre del 2005, frente al 0,2% observado en el trimestre anterior. No obstante, las cifras relativas al crecimiento del PIB real en los dos últimos trimestres reflejan, en parte, los efectos estadísticos asociados al ajuste de los datos por el número de días laborables, a consecuencia de los cuales se ha producido una ligera infravaloración del crecimiento registrado en el último trimestre del 2004 y una cierta sobrevaloración en el primer trimestre del 2005. La mayoría de los indicadores económicos recientes siguen, en conjunto, orientados a la baja.

La moderación de la actividad económica observada desde mediados del 2004 está relacionada parcialmente con la subida de los precios del petróleo. De cara al futuro, existe margen para que sean los factores fundamentales positivos los que vuelvan a determinar las perspectivas económicas, siempre que se reduzcan gradualmente los efectos negativos de algunas variables. En parti-

cular, se espera que se mantenga la fortaleza de la actividad económica mundial, aunque con cierta disminución respecto a los niveles máximos observados el año pasado. Esta fortaleza sigue respaldando las exportaciones de la zona del euro y debería, también, repercutir positivamente en la inversión. Se espera que la inversión se vea estimulada por la solidez de los beneficios, las mejoras en la eficiencia empresarial y las muy favorables condiciones de financiación existentes. Asimismo, la evolución del crecimiento del consumo debería ser acorde con la de la renta real disponible.

Esta evaluación coincide en gran medida con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2005. Dichas proyecciones estiman que la tasa media anual de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2005 y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2006. Las previsiones publicadas recientemente por organizaciones internacionales y entidades privadas contienen información muy similar. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo del 2005, los intervalos referidos al crecimiento del PIB real en el 2005 y en el 2006 se han ajustado ligeramente a la baja.

En conjunto, a juicio del Consejo de Gobierno, el crecimiento económico real debería experimentar una mejora gradual durante los próximos meses. Al mismo tiempo, datos recientemente publicados han acentuado la incertidumbre sobre la evolución a corto plazo de la demanda interna, mientras que la persistencia de los elevados precios del petróleo y los desequilibrios mundiales podrían representar un riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento económico.

En cuanto a la evolución de los precios en la zona del euro, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en mayo en el 2,0%, frente al 2,1% registrado en abril. En general, se espera que durante los próximos meses las tasas interanuales de inflación medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales. Por una parte, los precios energéticos están ejerciendo una presión al alza sobre la inflación medida por el IAPC, al tiempo que la



presión inflacionista subyacente se ha mostrado muy contenida y, en promedio, los incrementos salariales han seguido siendo moderados en los últimos trimestres.

De acuerdo con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2005, la tasa media anual de inflación medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2,2% en el 2005, y entre el 0,9% y el 2,1% en el 2006. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE publicadas en marzo del 2005, las estimaciones referidas a la inflación se han ajustado ligeramente al alza para el 2005 y las correspondientes al 2006, a la baja. La revisión relativa al 2006 refleja en gran parte el efecto estadístico esperado a raíz de la reforma del sistema de atención sanitaria previsto en uno de los países de la zona del euro, los Países Bajos, que se estima representará una reducción en el 2006 de 0,2 puntos porcentuales en la tasa de inflación de la zona del euro. Dicho efecto ha de excluirse de la evaluación de las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo.

Tomando en consideración los supuestos en que se basan las proyecciones, prevalecen los riesgos al alza para la inflación. Dichos riesgos están relacionados principalmente con la evolución futura de los precios del petróleo, de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Al mismo tiempo, resulta necesario mantener una actitud vigilante, a fin de impedir que los incrementos de los precios observados en el pasado produzcan efectos secundarios en la fijación de precios y salarios en el conjunto de la economía. La responsabilidad de los interlocutores sociales sigue siendo particularmente importante a este respecto.

El análisis monetario aporta información adicional sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Durante los últimos meses, el crecimiento del dinero y del crédito ha continuado siendo intenso en la zona del euro, lo que refleja, en gran parte, el estímulo que ejercen los bajos tipos de interés vigentes en la zona del euro. La evolución monetaria está determinada por el fuerte crecimiento de los componentes más líquidos del dinero, en sentido amplio, incluidos en el

agregado monetario estrecho M1. Asimismo, se ha mantenido el vigor de la demanda del sector privado de la zona del euro de préstamos de las IFM, sobre todo de los destinados a adquisición de vivienda.

Todos los indicadores confirman la valoración relativa a la presencia de una abundante liquidez en la zona del euro. Teniendo en cuenta, entre otras cosas, la naturaleza cada vez más líquida de la expansión monetaria, la acumulación de activos monetarios incluidos en el agregado amplio M3 podría comportar riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas a medio plazo, si bien es necesario subrayar que esta valoración tiene carácter condicional y que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener la vigilancia.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales de la zona del euro, su evolución continua suscitando preocupación. Aunque varios países mantienen situaciones presupuestarias saneadas, en algunos otros resulta esencial dar la máxima prioridad al saneamiento de las finanzas públicas, a la vista de los resultados presupuestarios. Además, es imprescindible aplicar rigurosamente las normas y procedimientos modificados del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que se espera entren en vigor próximamente, a fin de garantizar la credibilidad y de fomentar la oportuna recuperación de situaciones presupuestarias saneadas.

En cuanto a las reformas estructurales, es inminente la adopción de las «Orientaciones Integradas» para el período 2005-2008, que abarcan las nuevas Orientaciones Generales de Política Económica, así como las nuevas Directrices para el Empleo. Estas orientaciones constituirán el fundamento de las actividades llevadas a cabo en el ámbito de la UE y de la elaboración de los programas de reformas nacionales que los Estados miembros habrán de aplicar antes de finales del otoño de este año. La nueva estructura de gobierno de la agenda de Lisboa debería conferir un impulso renovado a

las reformas estructurales en Europa. Éstas son imprescindibles a fin de que Europa tenga la capacidad para responder a los retos representados por la creciente división del trabajo a escala mundial, la rapidez del proceso del avance tecnológico y el envejecimiento de la población. Una voluntad de-

cidida para afrontar dichos retos y una comunicación eficaz dirigida a convencer al público de los beneficios de las reformas son imprescindibles tanto para mejorar las perspectivas económicas a corto plazo como para mantener la prosperidad de los ciudadanos europeos a largo plazo.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. Concretamente, el crecimiento en Estados Unidos y China sigue sosteniendo la actividad a escala internacional, mientras que la economía japonesa también ha experimentado un repunte en el primer trimestre. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continúan siendo moderadas a nivel mundial. Las perspectivas para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. Los riesgos para estas perspectivas se derivan del impacto de los elevados precios del petróleo y de la persistencia de los desequilibrios mundiales.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

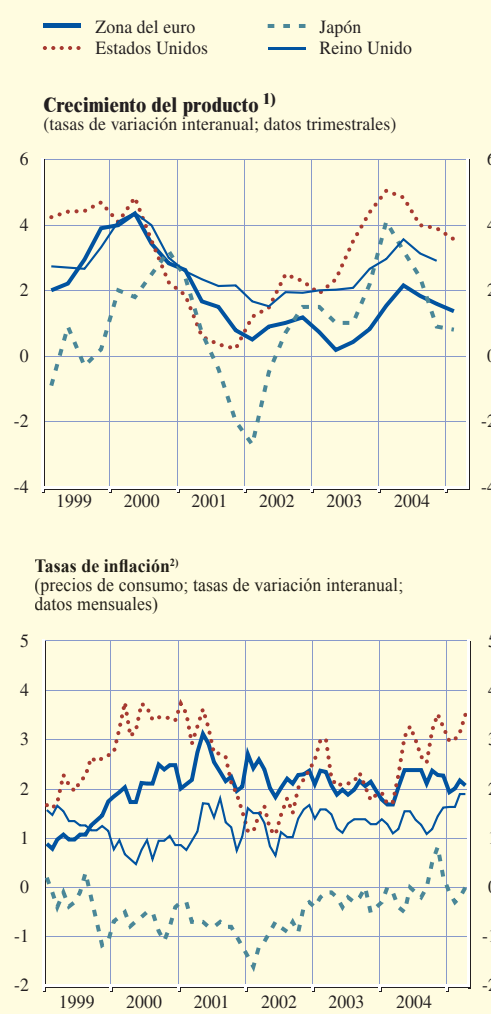
La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. Concretamente, el crecimiento en Estados Unidos y China sigue sosteniendo la actividad a escala internacional. Además, las cifras sobre el PIB correspondientes al primer trimestre confirmaron el repunte de la economía japonesa a principios del 2005. El crecimiento mundial parece haber sido impulsado, en particular, por el sector servicios, mientras que la actividad en las manufacturas ha sido menos firme en algunos países. Debido, en gran medida, a la anterior evolución de los precios del petróleo, la inflación interanual medida por los precios de consumo ha aumentado últimamente en varios países. En marzo, la tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía, se situó en promedio en un 2% para los países de la OCDE.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica registró una ligera desaceleración a principios del 2005. Según las «primeras estimaciones», el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,5% en el primer trimestre de este año. El crecimiento del consumo privado y de la inversión en capital fijo se redujo ligeramente en comparación con las elevadas tasas observadas en el cuarto trimestre del 2004, mientras que la inversión en existencias aumentó más que en el trimestre anterior. También aumentó la tasa de crecimiento de las exportaciones, pero la contribución de la demanda exterior neta al PIB continuó siendo negativa, dado que las importaciones siguieron creciendo rápidamente.

Los últimos datos publicados sugieren que, en los últimos meses, se ha mantenido la expansión de la economía, aunque a una tasa más lenta que en el segundo semestre del 2004. El gasto de los hogares

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

res ha registrado una ligera desaceleración, a juzgar por los datos disponibles hasta el mes de abril. Al mismo tiempo, la producción industrial se mantuvo prácticamente sin cambios en abril con respecto a la media del primer trimestre. El clima empresarial en el sector manufacturero ha experimentado un leve deterioro, como sugiere, por ejemplo, el índice ISM, pero sigue siendo compatible con la continuidad de la expansión en general. La debilidad de los pedidos de bienes de capital, excluidas la defensa y las aeronaves, apunta a una posible moderación del gasto en inversión empresarial en los últimos meses. Los elevados precios de la energía y la expiración de los incentivos fiscales para el gasto en bienes de equipo, podrían haber motivado esta situación.

Por otro lado, ha continuado la gradual absorción de la atonía observada en el mercado de trabajo. Durante los cuatro primeros meses del 2005, el incremento medio intermensual del empleo en el sector no agrícola fue de 211.000 personas, frente a 162.000 en el segundo semestre del 2004. La tasa de aumento intertrimestral anualizada de los costes laborales unitarios en el sector empresarial no agrícola se incrementó hasta el 2,2% en el primer trimestre del 2005.

De cara al futuro, es probable que el crecimiento del producto siga siendo bastante dinámico a corto plazo. A pesar de la reciente caída de los pedidos, los sólidos beneficios empresariales y las condiciones de financiación relativamente favorables deberían continuar apoyando el gasto en inversión. Así pues, se espera que la inversión privada en capital fijo siga creciendo, aunque a un ritmo más moderado que a finales del 2004. Dados los niveles históricamente bajos que registran las tasas de ahorro privado y el abultado endeudamiento de los hogares, es probable que el crecimiento del gasto en consumo dependa, cada vez más, de la evolución de la renta disponible más que de las posibles reducciones del ahorro. Se prevé que la mejora sostenida de las condiciones del mercado de trabajo, que también parecen estarse traduciendo lentamente en incrementos de los sueldos y salarios reales, contribuya a un aumento de la renta de los hogares.

La inflación interanual medida por los precios de consumo ha seguido aumentando, sobre todo, como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos y la energía. La tasa de variación interanual del IPC general fue del 3,5% en abril, frente al 3,1% registrado en marzo. Sin embargo, la inflación interanual de los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, se redujo ligeramente hasta el 2,2% en abril, a pesar de que siguen apreciándose indicios de presiones procedentes de los precios industriales, los costes laborales unitarios y alguna evidencia anecdótica recogida en las encuestas.

## JAPÓN

En Japón, la primera estimación de las cuentas nacionales para el primer trimestre del 2005 mostró un repunte sorprendentemente acusado del crecimiento del producto, con un incremento intertrimestral del PIB real del 1,3% en el primer trimestre del 2005, tras el crecimiento cero observado en el último trimestre del 2004. Este repunte es atribuible en su totalidad a la solidez de la demanda interna del sector privado, en particular, del consumo privado y la inversión no residencial. Según se desprende de diversas encuestas a los hogares, la favorable evolución de los mercados de trabajo parece ser el factor que más ha contribuido a sostener la actividad de los consumidores. La contribución del gasto público fue nula, mientras que la de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa, como consecuencia, principalmente, de la debilidad de las exportaciones.

De cara al futuro, es probable que la economía japonesa experimente una recuperación gradual, aunque a un ritmo menos firme que en el primer trimestre. El sólido repunte observado en este trimestre podría interpretarse, en cierta medida, como «una corrección», tras la vacilante evolución del crecimiento durante la mayor parte del año 2004.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IPC fue de 0% en abril, mientras que la del IPC excluido los alimentos frescos se situó en un nivel de -0,2%. Por el contrario, los precios industriales, medidos por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas, aumentaron un 1,8% en abril, como consecuencia de los incrementos de los precios de los productos petrolíferos y las materias primas.

En la reunión del Comité de Política Monetaria celebrada el 20 de mayo, el Banco de Japón decidió mantener sin cambios el objetivo para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor en un intervalo de 30 billones de yenes a 35 billones de yenes. Al mismo tiempo, señaló, en el comunicado de prensa correspondiente, que cuando la demanda de liquidez sea excepcionalmente baja, debido a factores técnicos, podría permitirse una reducción de dichos saldos por debajo del umbral inferior del intervalo establecido como objetivo.

#### REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento del producto experimentó una ligera moderación en el primer trimestre del 2005, pero siguió siendo, en general, bastante sólido. El crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa intertrimestral del 0,5% en el primer trimestre (que corresponde a un 2,7% en tasa interanual). La moderación del crecimiento económico tuvo su origen, principalmente, en el discreto crecimiento del consumo privado. Además, se frenó el crecimiento de la formación bruta de capital fijo y se produjo un descenso de las exportaciones. No obstante, como la caída de las importaciones fue más pronunciada, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento trimestral del PIB fue positiva en el primer trimestre. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento económico siguen siendo favorables en el 2005, aunque quizá no se alcancen las tasas observadas el pasado año, debido en gran medida a la desaceleración del crecimiento del consumo privado.

El abril del 2005, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo sin cambios, en el 1,9%, en comparación con el mes anterior, pero aumentó desde el 1,6% registrado en cada uno de los tres meses anteriores. Los precios del transporte y los alimentos fueron los principales factores determinantes de la inflación en abril y marzo. La tasa de inflación interanual de los precios industriales siguió incrementándose, debido sobre todo a la subida de los precios de la energía, y se situó en el 10,7% en abril. El crecimiento de la remuneración media se moderó ligeramente en marzo en comparación con las cifras de febrero, aunque ha seguido siendo bastante acusado. El mercado de la vivienda parece haberse estabilizado y los incrementos de los precios de la vivienda han continuado desacelerándose en marzo. En su reunión del 9 de mayo, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin cambios, en el 4,75%, el tipo de interés básico.

#### OTROS PAÍSES EUROPEOS

La actividad económica en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro sigue siendo dinámica, aunque en algunos de ellos podría haberse producido una desaceleración durante el primer trimestre del 2005. No obstante, la demanda de esta región continúa teniendo un efecto positivo importante en la demanda exterior de la zona del euro. En la mayoría de estas economías se ha mantenido la moderación de las presiones inflacionistas, aunque el anterior descenso de la inflación en algunos países parece haber llegado a su fin, debido en parte a los recientes aumentos de los precios de la energía.

En Dinamarca, las primeras estimaciones correspondientes al primer trimestre indican una desaceleración del crecimiento del PIB real hasta el 0,8% en comparación con un año antes, mientras que, en caso de Suecia, los indicadores a corto plazo sugieren que el crecimiento del producto podría haber sido sólido en el primer trimestre del año. La ralentización del crecimiento en Dinamarca durante este pe-



ríodo se debió, principalmente, a un debilitamiento de la demanda interna. No obstante, las perspectivas a corto plazo continúan siendo positivas en ambos países. En estas dos economías la inflación ha seguido siendo moderada, si bien en los últimos meses ha evolucionado en diferentes direcciones. En Dinamarca, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 1,7% en abril, mientras que en Suecia se redujo hasta el 0,4%. En Dinamarca, el reciente incremento de la inflación es atribuible, sobre todo, a la subida de los precios de la energía. En Suecia, la moderación de la tasa de inflación tiene relación con la intensa competencia en el comercio al por menor de alimentos, el descenso de los precios de los artículos de vestir y la moderación de los incrementos salariales, combinada con un fuerte aumento de la productividad.

En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE (Polonia, la República Checa y Hungría), el crecimiento del producto ha seguido siendo sólido, aunque parece haberse moderado en el primer trimestre del 2005. En Hungría y Polonia, las primeras estimaciones sugieren que el crecimiento del PIB real se redujo en este período. También en la República Checa hay indicios de una posible desaceleración del crecimiento, tras haberse registrado unas tasas relativamente altas en el cuarto trimestre del 2004. En algunos países, el descenso de las tasas de crecimiento interanual de la actividad económica en el primer trimestre refleja efectos de base asociados con el aumento del crecimiento observado un año antes de la adhesión a la UE. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del producto siga siendo muy dinámico en estas economías, impulsado por los incrementos de la demanda interna. El descenso de la inflación, iniciado durante el año 2004, parece haber llegado a su fin en los últimos meses, debido principalmente a la subida de los precios de la energía. En Hungría y la República Checa, la inflación medida por el IAPC repuntó en abril, situándose en un 3,8% y un 1,4%, respectivamente, mientras que se redujo hasta el 3,1% en Polonia. En un contexto de mejora de las perspectivas de inflación, el Consejo de Política Monetaria del Magyar Nemzeti Bank decidió, el 23 de mayo, reducir en 25 puntos básicos el tipo de interés oficial hasta el 7,25%.

En el resto de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad económica mantuvo, en general, un rápido ritmo de expansión en el cuarto trimestre del 2004 y a principios del 2005. Los incrementos más acusados se registraron en los Estados bálticos. La inflación ha seguido fluctuando a tasas relativamente altas en algunas de las economías de crecimiento más rápido. El 20 de mayo, el Banco Central de Chipre redujo en 50 puntos básicos el tipo de interés oficial hasta el 4,75%.

En Suiza, la economía perdió impulso en el cuarto trimestre del 2004 y los últimos datos publicados indican que la atonía de la actividad se ha mantenido a principios del 2005. En particular, las exportaciones se debilitaron en el primer trimestre de este año, especialmente, las que se dirigen hacia los principales socios comerciales europeos. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,4% en abril del 2005, es decir, sin cambios con respecto a marzo.

En Rusia, el ritmo de expansión económica parece haberse desacelerado ligeramente a principios del 2005. El crecimiento interanual de la producción industrial se redujo hasta el 3,6% en el primer trimestre del año. En general, el gasto de los hogares ha seguido respaldando la actividad, en la medida en que las ventas del comercio al por menor continuaron siendo relativamente robustas a principios del 2005. Al mismo tiempo, la tasa de inflación interanual de los precios de consumo aumentó del 11,7% en el 2004 al 13,4% en abril del 2005.

#### **ASIA EXCLUIDO JAPÓN**

Tras la desaceleración observada en el primer trimestre del 2005 en algunos de los principales países de Asia, excluido Japón, el crecimiento económico ha vuelto a cobrar impulso en la región. El crecimiento de las exportaciones se ha recuperado ligeramente después de haberse reducido durante varios trimes-

tres. Al mismo tiempo, la demanda interna ha seguido siendo sólida en la mayoría de las economías de la región. Por otra parte, las presiones inflacionistas se moderaron en abril del 2005, tras haber aumentado en el primer trimestre del año.

En China se mantiene la firme expansión de la economía con un crecimiento interanual del 9,4% en el primer trimestre. Tanto el dinamismo de las exportaciones como la solidez de la demanda interna han contribuido a esta evolución del crecimiento. Las exportaciones han seguido creciendo rápidamente, a una tasa interanual del 31,9% en abril del 2005. En ese mismo mes, el crecimiento interanual de la producción industrial y la inversión en activos fijos urbanos aumentaron al 16% y al 26,4%, respectivamente. La inflación interanual medida por el IPC se redujo notablemente, pasando del 2,7% en marzo al 1,8% en abril, como consecuencia, principalmente, de una moderación de la subida de los precios de los alimentos.

En Corea, la actividad económica experimentó una desaceleración a principios del 2005, con un crecimiento del PIB real del 2,7% en tasa interanual durante el primer trimestre del año. También se redujo el crecimiento de la producción industrial, que se situó en un 3,8% (en tasa interanual) en abril. La desaceleración se debió, en gran medida, al descenso del crecimiento de las exportaciones, mientras que mejoraron algunos indicadores de la demanda interna. En mayo se recuperó ligeramente el crecimiento del comercio de mercancías, que aumentó a una tasa interanual del 11,9%, a pesar del significativo fortalecimiento del won coreano.

Las perspectivas económicas de Asia, excluido Japón, siguen siendo favorables, respaldadas por una mejora sostenida de la demanda interna, en particular del consumo privado, aunque los elevados precios del petróleo representan todavía un riesgo importante para la región. Sin embargo, de cara al futuro, se aprecian indicios de una posible desaceleración de las exportaciones de China, como consecuencia del incremento de las presiones de costes, de la incertidumbre que rodea al régimen cambiario chino y de las crecientes fricciones comerciales.

## AMÉRICA LATINA

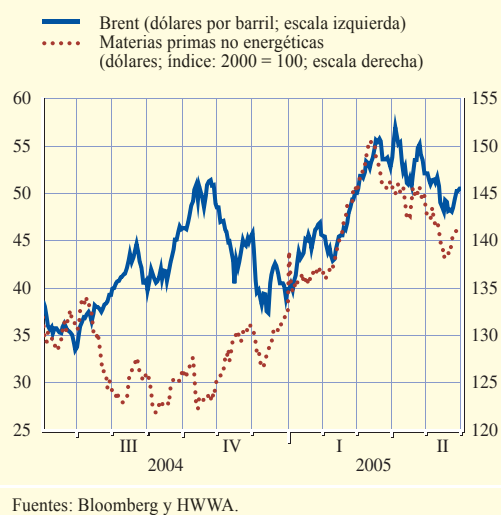
Los últimos datos publicados sobre América Latina indican que, en general, se mantiene la sólida expansión del crecimiento del producto real, aunque a un ritmo más lento que en el 2004. En Brasil y México, los dos países más grandes de la región, se observan señales de desaceleración, en parte como consecuencia de una ralentización de la demanda exterior que, hasta ahora, ha sido el principal motor de crecimiento en ambos países. La tasa de crecimiento interanual del PIB real se redujo desde el 4,7% y el 4,9% en el último trimestre del 2004 hasta el 2,9% y el 2,4%, respectivamente, en el primer trimestre del 2005. En Argentina, por el contrario, tanto las exportaciones como la demanda interna han registrado últimamente tasas de crecimiento muy dinámicas y la producción industrial ha aumentado un 10,2% (en tasa interanual) en abril. De cara al futuro, se espera que las condiciones en que se desarrolla la actividad económica continúen siendo favorables en la región, respaldadas por la demanda interna y la demanda exterior. Las presiones inflacionistas representan aún un riesgo a la baja para las perspectivas económicas de la región. Además, a pesar del satisfactorio acuerdo alcanzado respecto a la reestructuración de la deuda argentina, persiste la incertidumbre respecto a las posibilidades de obtener asistencia financiera multilateral para el país.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras registrar un nuevo máximo histórico a principios de abril, cuando el precio del barril de Brent se situó en 57 dólares estadounidenses, los precios del petróleo bajaron durante casi todo el mes de mayo en

un contexto de persistente y acusada volatilidad. El reciente descenso siguió a la publicación de datos que confirmaban un menor crecimiento de la demanda de petróleo en China, un aumento de la producción de la OPEP y un incremento de las existencias en Estados Unidos. A pesar de este descenso, los precios del crudo son todavía elevados y siguen estando sujetos a presiones al alza, como consecuencia de la fuerte demanda mundial de petróleo prevista para el segundo semestre de este año, a lo que hay que sumar las limitaciones por el lado de la oferta y la inquietud respecto a la seguridad del abastecimiento. El 1 de junio de 2005, el precio del Brent se situaba en 50,4 dólares el barril, un 11% por debajo del máximo histórico, pero todavía un 25% por encima del nivel registrado a principios de este año. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan en niveles próximos a los actuales durante algún tiempo. El 1 de junio de 2005 el precio de los futuros sobre el Brent con vencimiento a finales del 2007 era de 51,5 dólares.

**Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas**



Siguiendo una evolución similar a la de los precios del petróleo, los precios de las materias primas no energéticas, expresados en dólares, también descendieron en mayo, tras haber registrado un nuevo máximo histórico en marzo del 2005. Concretamente, este descenso se debió a la evolución del precio de las materias primas industriales, mientras que los precios de los alimentos se mantuvieron relativamente estables. A pesar de la reciente caída, los precios de las materias primas no energéticas expresados en dólares todavía se situaban en mayo aproximadamente un 7% por encima del nivel registrado un año antes.

### I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas para el entorno exterior y para la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de que se produzca una nueva y gradual desaceleración de la economía mundial, como sugieren algunos indicadores adelantados disponibles. La tasa de variación de seis meses del indicador adelantado sintético de la OCDE se redujo por segundo mes consecutivo en marzo, tras un repunte transitorio que comenzó en octubre del año pasado. No obstante, la sólida situación de los beneficios y las favorables condiciones generales de financiación deberían seguir estimulando el crecimiento, a pesar de un cierto aumento de los diferenciales de crédito de la renta fija privada y de los bonos de los mercados emergentes. Con todo, estas perspectivas, favorables en conjunto, no están exentas de riesgos importantes, entre los que sigue destacándose la evolución de los precios del petróleo. La persistencia de los desequilibrios externos mundiales es un factor adicional de inquietud.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo intensa en los primeros meses del 2005. Al mismo tiempo, la recuperación observada en el segundo semestre del 2004 parece haberse moderado. Aunque ha continuado la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, si bien a un ritmo gradual, la evolución monetaria sigue estando impulsada, fundamentalmente, por el impacto positivo de los reducidos tipos de interés, que también han contribuido a un nuevo aumento del crecimiento del crédito en el primer trimestre del 2005. En general, toda la evidencia disponible apunta a que el volumen de liquidez sigue siendo elevado, lo que podría plantear riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo intensa en los primeros meses del 2005, si bien la recuperación observada en el segundo semestre del 2004 parece haberse moderado. La tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 6,7% en abril del 2005, frente al 6,7% del primer trimestre del 2005, y el 6% en el último trimestre del 2004. La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se mantuvo en el 6,6% en el período transcurrido entre febrero y abril del 2005, sin variaciones con respecto a la registrada entre enero y marzo del 2005 (véase gráfico 3). La trayectoria a corto plazo de M3, medida por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de este agregado monetario, se ha moderado en comparación con la tasa de finales del 2004, y en abril del 2005 se situaba en el 6,4%, tras el máximo del 7,8% registrado en diciembre del 2004.

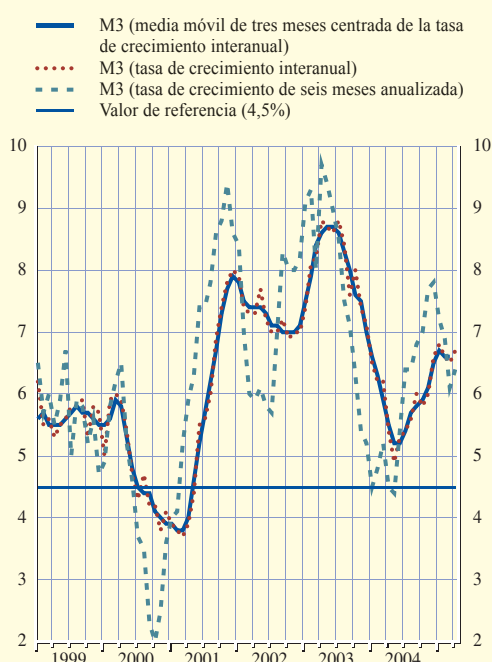
La evolución monetaria sigue estando impulsada por dos factores contrapuestos. Por un lado, la normalización en curso del comportamiento en la asignación de carteras, tras la excepcional preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003, ha tendido a frenar el crecimiento monetario. El moderado crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y los persistentes e intensos flujos de entrada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM indican que ha continuado la normalización de la inversión financiera.

Por otro lado, los reducidos tipos de interés, que conllevan un bajo coste de oportunidad de mantener dinero, han seguido siendo el factor determinante de la evolución monetaria, ejerciendo un impacto al alza, sobre todo a través de los componentes más líquidos de M3. Este efecto de estímulo puede ser especialmente acusado cuando los tipos de interés se sitúan en niveles reducidos, debido a los costes de transacción asociados a los desplazamientos desde activos líquidos hacia otros de menor liquidez.

El diferencial entre la tasa de crecimiento interanual de una medida de M3 corregida por el im-

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

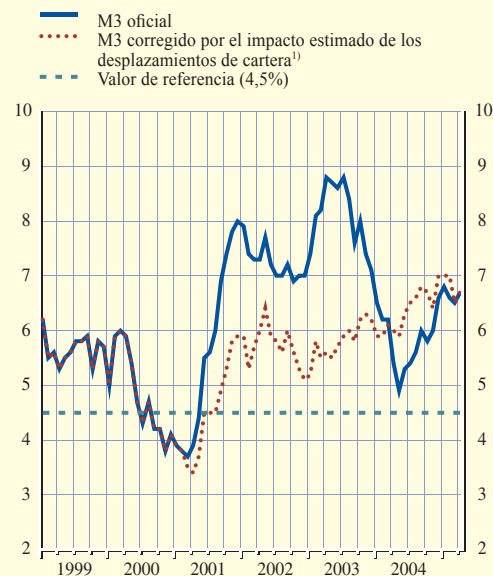
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

**Gráfico 4 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera**

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

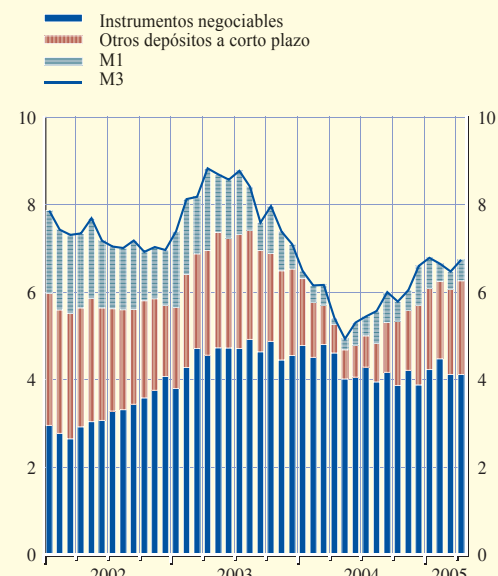


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3**

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



Fuente: BCE.

pacto estimado de los desplazamientos de cartera y la de M3 oficial se estrechó más en el primer trimestre del 2005, como consecuencia de que el ritmo de normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras fue gradual. En abril del 2005, la tasa de crecimiento interanual de la medida corregida fue del 6,7%, idéntica a la de M3 oficial (véase gráfico 4)<sup>1</sup>. No obstante, cabe observar que, debido a la inevitable incertidumbre a la que están sujetas las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera, es necesario actuar con cautela al interpretar la medida corregida.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Durante el período analizado, el intenso crecimiento interanual de M1 continuó representando la principal contribución a la evolución de M3 (véase gráfico 5), lo que confirma la opinión de que, actualmente, los reducidos tipos de interés son el principal factor impulsor del crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 se elevó hasta el 9,6% en el primer trimestre del 2005, desde el 9,3% del último trimestre del 2004 (véase cuadro 1). El aumento de esta tasa oculta una evolución divergente de sus dos componentes. Mientras que la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó hasta situarse en el 18% en el primer trimestre del 2005, en comparación con el 19,1% del cuarto trimestre del 2004, la de los depósitos a la vista se elevó hasta el 8,2%, frente al 7,7% del trimestre precedente. En abril del 2005, la tasa de crecimiento interanual de M1 fue del 9,3%, sin variaciones con respecto al mes anterior.

1 Para más detalles, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.



**Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Mar	2005 Abr
<b>M1</b>	<b>45,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>
Efectivo en circulación	7,2	21,6	20,3	19,1	18,0	17,8	17,5
Depósitos a la vista	38,1	8,5	7,9	7,7	8,2	7,8	7,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,3	1,7	2,0	3,5	4,4	4,8	5,2
Depósitos a plazo hasta dos años	15,4	-6,9	-5,8	-2,4	0,5	1,6	3,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,9	8,1	7,6	7,4	7,0	6,8	6,5
<b>M2</b>	<b>85,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	2,0	4,0	3,8	4,0	2,8	3,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		6,3	6,3	3,7	3,4	2,3	2,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	2,3	0,7	-0,4	-2,2	-0,7
Crédito al sector privado		5,9	6,2	6,6	7,3	7,5	7,7
Préstamos al sector privado		5,6	6,2	6,8	7,3	7,6	7,4
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>

Fuente: BCE.

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

Desde mediados del 2004, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista han desempeñado un papel de creciente relevancia en la evolución monetaria. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se recuperó de nuevo en el primer trimestre del 2005 y alcanzó el 4,4%, frente al 3,5% del trimestre precedente. Este movimiento alcista continuó en abril, mes en que la tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 5,2%, desde el 4,8% de marzo, debido a un incremento considerable de la demanda de depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a plazo), mientras que el crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro) se mantuvo intenso.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se situó en el 3,2% en abril, tras elevarse hasta el 4% en el primer trimestre del 2005, desde el 3,8% del último trimestre del 2004. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario ha tendido a descender, y los agentes económicos incluso han reducido sus tenencias de estos instrumentos en los últimos seis meses. Esto corrobora la opinión de que continúa la normalización del comportamiento de los hogares y las empresas de la zona del euro en la asignación de carteras, aunque a un ritmo gradual. Por otro, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años ha tendido a fortalecerse en los últimos meses, aunque también se ha caracterizado por una volatilidad considerable.

El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales indica que, en los primeros cuatro meses del 2005, la contribución de las sociedades no financieras al crecimiento general de los depósitos a corto plazo fue superior a la observada en el último trimestre del 2004, sobre todo en lo que respecta a los depósitos a plazo, mientras que la de los intermediarios financieros no monetarios prácticamente no se ha modificado desde el último trimestre del 2004. No obstante, esta trayectoria oculta un desplazamiento de fondos desde los depósitos a la vista y las cesiones temporales hacia los depósitos a plazo. Los hogares fueron los que más contribuyeron al incremento de la tasa de crecimiento de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales en abril del 2005, principalmente como consecuencia del aumento de la demanda de depósitos a la vista y de depósitos a plazo por parte de este sector.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total de las IFM a residentes en la zona del euro se elevó de nuevo, hasta el 6,5%, en el primer trimestre del 2005, frente al 6% del trimestre anterior, confirmando, en general, la evolución observada en el 2004. Esta trayectoria ocultó una persistente tendencia al alza del crecimiento del crédito al sector privado, mientras que el crédito al sector público tendió a moderarse.

El nuevo aumento de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado registrado en el primer trimestre del 2005, que se situó en el 7,3% en términos interanuales, en comparación con el 6,6% del trimestre precedente, se debe tanto al reducido nivel de los tipos de interés como a las mejores condiciones del crédito, como se indicaba en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2005<sup>2</sup>. Esta trayectoria continuó en abril, mes en que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se elevó hasta el 7,7%, frente al 7,5% de marzo (véanse las secciones 2.6 y 2.7 para conocer la evolución por sectores de los préstamos al sector privado).

La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas descendió hasta el 3,4% en el primer trimestre del 2005, desde el 3,7% del trimestre anterior. Esta moderación fue atribuible a la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector público, que pasó a ser negativa en el primer trimestre del 2005, al tiempo que la tasa de crecimiento de las adquisiciones directas de valores de deuda pública no se modificó con respecto al último trimestre del 2004.

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) se intensificó de nuevo en el primer trimestre del año, continuando con la tendencia observada desde el 2003 (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de la inversión del sector tenedor de dinero en pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a elevarse y se situó en el 9,5% en el primer trimestre del 2005, desde el 8,9% del cuarto trimestre del 2004. El incremento de la demanda de estos instrumentos a más largo plazo por parte de los inversores en la zona del euro corrobora la opinión de que el sector tenedor de dinero está normalizando su comportamiento en cuanto a la asignación de carteras, observándose un desplazamiento progresivo hacia una mayor demanda de activos a más largo plazo. Esto podría obedecer, en cierta medida, a un aumento de la inversión de los hogares en productos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que suelen mantener una proporción elevada de sus activos en activos a largo plazo (para más detalles, véase el recuadro 1, titulado «La labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y su impacto en la evolución monetaria»). Ciertamente, las empresas de seguros y los fondos de pensiones han sido algunas de las contrapartidas que más han contribuido al aumento de la tasa de crecimiento de los depósitos a largo plazo observado en los últimos trimestres.

2 Véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2005», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2005.

Gráfico 6 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas)

(tasas de variación de seis meses anualizadas; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

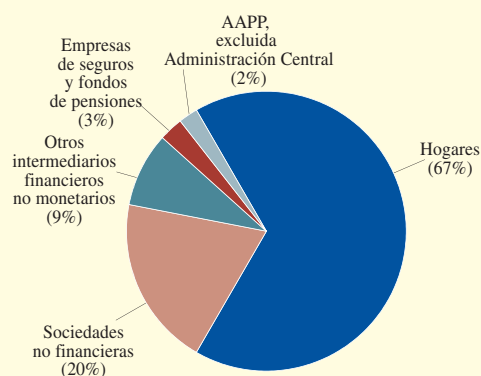
Recuadro I

**LA LABOR DE INTERMEDIACIÓN DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS Y LOS FONDOS DE PENSIONES Y SU IMPACTO EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA**

El sector de las empresas de seguros y fondos de pensiones<sup>1</sup> mantiene entre el 15% y el 20% de sus activos en depósitos, siendo la mayoría de ellos depósitos a largo plazo no incluidos en M3. En abril del 2005, este sector representaba menos del 3% de las tenencias de depósitos a corto plazo y cesiones temporales incluidas en el agregado monetario amplio (véase gráfico A), compuesto por depósitos aproximadamente en un 80%. Los depósitos a corto plazo mantenidos por las empresas de seguros y los fondos de pensiones constituyen, pues, un porcentaje reducido en el total de M3. Sin embargo, debido a la labor de intermediación de este sector, sobre todo para los hogares, es posible que este porcentaje infravalore considerablemente el papel desempeñado por las empresas de seguros y los fondos de pensiones en la determinación de la dinámica monetaria durante los últimos años. En este recuadro se examina la naturaleza de los depósitos mantenidos por este sector y la labor de intermediación que lleva a cabo a través de la asignación de activos.

**Gráfico A Porcentaje de los sectores en el total de depósitos a corto plazo**

(en porcentaje del total de depósitos a corto plazo y de cesiones temporales; abril del 2005)



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

**El grado de «liquidez» de los depósitos a corto plazo mantenidos por las empresas de seguros y los fondos de pensiones**

Cabe mencionar que es posible que los depósitos a corto plazo mantenidos por este sector no se presten por sí mismos a una interpretación satisfactoria, desde el punto de vista económico, en términos de «liquidez». El motivo es que pueden estar relacionados con operaciones fuera de balance que afectan a su naturaleza económica. Las empresas de seguros y los fondos de pensiones pueden utilizar derivados o productos estructurados complejos para cubrir posiciones o mejorar el perfil de riesgo/rentabilidad de sus carteras. Al mismo tiempo, mantienen recursos en forma de depósitos como activos de garantía. Estos depósitos no se mantienen con fines de transacción ni de ahorro, sino para cubrir la exposición o posibles ajustes de los márgenes de garantía. Aunque, estadísticamente, se tratan como parte del saldo monetario, no son equivalentes al dinero en el sentido económico habitual, sino que muestran propiedades híbridas entre las del dinero y los valores a largo plazo.

**La labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones**

Son los hogares los que financian principalmente a las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Sus pasivos, sobre todo en forma de reservas técnicas de seguro, forman parte, por lo tanto, de

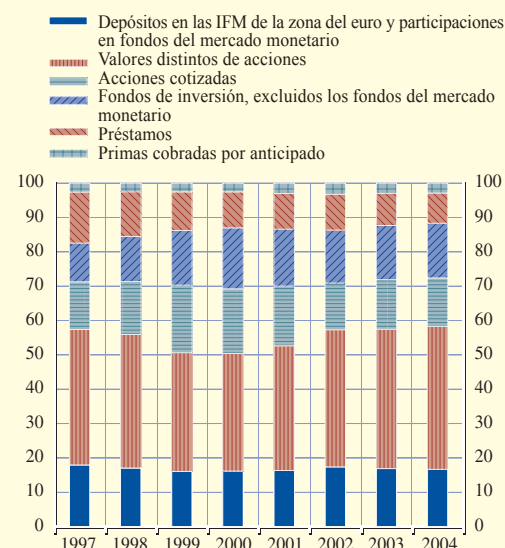
<sup>1</sup> El sector de empresas de seguros y fondos de pensiones es heterogéneo en su composición, pues comprende tipos de entidades muy diferentes: empresas de seguro de vida y de no vida; empresas de reaseguros y fondos de pensiones.

la riqueza financiera de los hogares. La importancia de este sector para los hogares ha crecido en los últimos años, y el porcentaje de reservas técnicas de seguro en el total de activos financieros de los hogares ha aumentado desde el 21,3% de 1995 hasta el 26,4% del 2003. En este porcentaje se puede apreciar una variación considerable entre los distintos países, relacionada con el nivel de cobertura ofrecido por los sistemas públicos de pensiones y la profundidad de los mercados financieros nacionales. Dado que las empresas de seguros y los fondos de pensiones se financian principalmente a través de los hogares, su asignación de activos «sustituye» a las decisiones de inversión de los hogares. Mientras que las tenencias directas de depósitos de los hogares se concentran en los plazos más cortos, incluidos en M3, una gran proporción de los activos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones son depósitos a plazo, sobre todo a plazo superior a dos años, que no pertenecen a M3. Los desplazamientos de las carteras de los hogares hacia una mayor inversión en empresas de seguros y fondos de pensiones pueden, por tanto, tener un importante efecto en la evolución monetaria. Por ejemplo, las empresas de seguros y los fondos de pensiones tienden a gestionar de forma activa sus fondos, en respuesta a la evolución de los mercados de capitales, trasvasándolos entre depósitos y otras categorías de activos con más frecuencia que los hogares. Estas variaciones en las carteras de los hogares y sus consecuencias en la gestión de liquidez de las empresas de seguros y los fondos de pensiones pueden provocar una mayor volatilidad de la evolución monetaria.

En general, la gestión profesional del riesgo seguida por las empresas de seguros y los fondos de pensiones les permite invertir en activos de mayor riesgo y a más largo plazo que los hogares. En particular, las empresas de seguro de vida y los fondos de pensiones invierten tradicionalmente sus recursos en activos de renta fija y desempeñan un papel importante en el mercado de renta fija a largo plazo de la zona del euro. También adquieren volúmenes significativos de valores de renta variable, en gran medida situados

**Gráfico B Cartera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones**

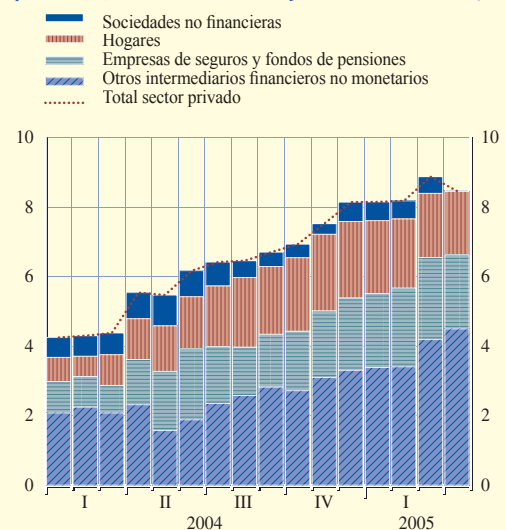
(en porcentaje del total de activos financieros; a fin de período)



Fuente: BCE.

**Gráfico C Depósitos a largo plazo**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; sin desestacionalizar ni ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: El sector informante está compuesto por las IFM, excluido el Eurosistema.

fuera de esta zona. En la medida en que esas operaciones suponen que los flujos de capital internacional se liquiden a través del sector IFM de la zona del euro, influyen en los activos exteriores netos del sector IFM y en las tenencias en forma de depósitos de los residentes de la zona, lo que, a su vez, afecta a la evolución monetaria. No obstante, el comportamiento inversor de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se rige, entre otros factores, por los mecanismos reguladores establecidos para preservar el sistema financiero y limitar los riesgos asociados. En determinadas circunstancias, como, por ejemplo, una fase de descenso de las cotizaciones bursátiles, estos mecanismos limitadores pueden impedir que las empresas de seguros y los fondos de pensiones adopten una opinión que difiera considerablemente del consenso existente en el mercado. En el gráfico B, esto se pone claramente de manifiesto para el período 2000-2002: las empresas de seguros y los fondos de pensiones redujeron sus tenencias de acciones cotizadas, al mismo tiempo que incrementaron sustancialmente sus tenencias de valores distintos de acciones, que son fundamentalmente a largo plazo, lo que se corresponde con el comportamiento del sector no financiero. En el 2004, las empresas de seguros y los fondos de pensiones mantuvieron un porcentaje significativo (31,2%) de depósitos a largo plazo de las IFM (los no incluidos en M3), y han contribuido a su rápida expansión desde el segundo trimestre del 2004 (véase gráfico C). Los pronunciados aumentos en las tenencias de depósitos a plazo más largo de las empresas de seguros y los fondos de pensiones han tenido su origen, en gran medida, en dos aspectos: En primer lugar, en el comportamiento de este sector en la asignación de carteras, y, en segundo lugar, en los significativos desplazamientos de las tenencias de los hogares hacia productos de seguros en un entorno de creciente incertidumbre relacionada con el envejecimiento de la población.

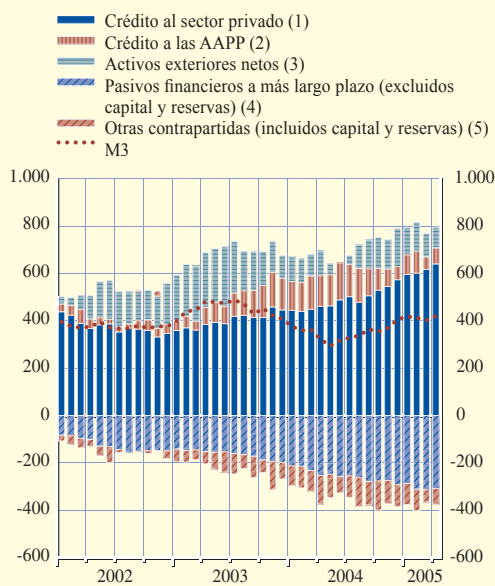
En resumen, la labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones ha aumentado en los últimos años, y es de esperar que cobre un mayor impulso cuando se apliquen las reformas de los sistemas públicos de pensiones y los hogares sean más conscientes de la necesidad de sistemas de prestaciones sociales privados. Por lo tanto, examinar el comportamiento de las empresas de seguros y los fondos de pensiones en la asignación de carteras y su impacto en la evolución monetaria es un tema importante para el análisis monetario, que se beneficiará de poder disponer de datos más puntuales y detallados sobre las operaciones y el balance de este sector.

A diferencia de los pasivos financieros a más largo plazo, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro continuaron contribuyendo de forma positiva al crecimiento de M3 en el primer trimestre del 2005. Esto apunta, entre otras cosas, a que los residentes en la zona del euro continúan siendo bastante reacios a invertir en activos de fuera de la zona, lo que está moderando el ritmo de normalización del comportamiento en la asignación de carteras. Sin embargo, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro fueron inferiores a los del trimestre anterior. De hecho, en los meses del año transcurridos hasta abril del 2005 se elevó 88 mm de euros, en comparación con 161 mm de euros en los meses transcurridos hasta diciembre del 2004 (véase gráfico 7), lo que supone una inversión de la marcada tendencia al alza observada en estos flujos en el segundo semestre del 2004 y coincide con la depreciación del tipo de cambio del euro observada en los últimos meses.

En síntesis, la evolución de las contrapartidas de M3 en los cuatro primeros meses del 2005 fue acorde con tendencias anteriores. Por un lado, la intensa demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM apunta a que continúa la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. Por otro, el pronunciado crecimiento del crédito al sector privado, favorecido, en gran medida, por los reducidos niveles de los tipos de interés, siguió impulsando el crecimiento monetario en ese período.

**Gráfico 7 Contrapartidas de M3**

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

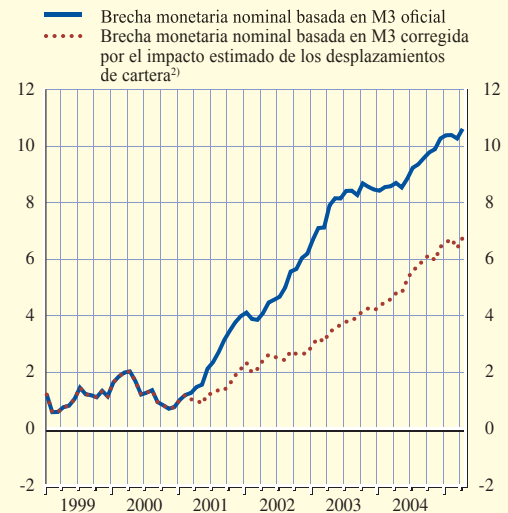


Fuente: BCE.

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.

**Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

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



Fuente: BCE.

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

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

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

En el primer trimestre del 2005, la evolución a corto plazo de M3 llevó a una estabilización general de las estimaciones de las brechas monetarias nominal y real.

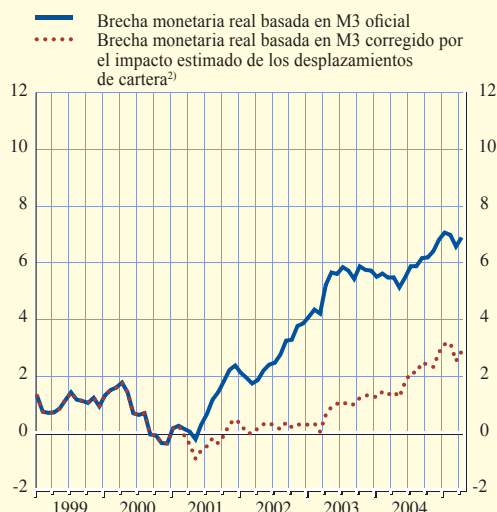
Las brechas monetarias nominales calculadas a partir de la serie de M3 oficial y de la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera aumentaron en abril del 2005, como consecuencia de un intenso crecimiento intermensual, superior al elevado crecimiento alcanzado a finales del 2004. Las dos brechas permanecieron en niveles muy diferentes, y la brecha monetaria construida utilizando la serie de M3 corregida fue considerablemente inferior (véase gráfico 8).

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta el hecho de que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por una subida de los precios, reflejando desviaciones al alza de las tasas de inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Aunque las brechas monetarias reales construidas utilizando la serie de M3 oficial y una medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera aumentaron en abril, continuaron por debajo de los respectivos máximos observados a principios de año.

Aunque estas medidas sólo son estimaciones que están sujetas a considerable incertidumbre y, por ello, deben interpretarse con cautela, apuntan a una situación de liquidez abundante en la zona del euro. La normalización de la liquidez dependerá, fundamentalmente, de que continúe la normalización del comportamiento del sector tenedor de dinero de la zona del euro en la asignación de carteras. Desde una

**Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

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



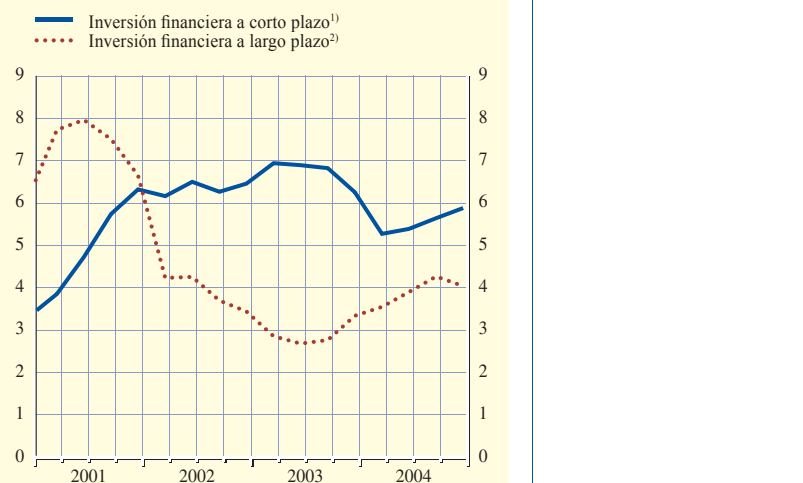
Fuente: BCE.

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

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

**Gráfico 10 Inversión financiera del sector no financiero**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Incluye el efectivo, los depósitos a corto plazo, los valores distintos de acciones a corto plazo y las participaciones en fondos del mercado monetario. Excluye las tenencias de la Administración Central.

2) Incluye los depósitos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo, las participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, las acciones cotizadas y las reservas técnicas de seguro. Excluye las tenencias de la Administración Central.

perspectiva a medio plazo, una situación de liquidez holgada plantea riesgos para la estabilidad de precios, sobre todo si las tenencias líquidas se transformaran en dinero para transacciones en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica. Además, el impacto combinado de una situación de liquidez holgada y un intenso crecimiento del crédito podrían convertirse en causa de fuertes aumentos del precio de los activos.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el cuarto trimestre del 2004, el último para el que se dispone de datos sobre inversión financiera del sector no financiero, las tasas de crecimiento interanual del efectivo y de los depósitos se elevaron, al tiempo que la de las adquisiciones de valores registró un descenso, sobre todo en lo que respecta a las acciones cotizadas.

### SECTOR NO FINANCIERO

En el cuarto trimestre del 2004, el último para el que se dispone de datos sobre inversión financiera, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera por parte del sector no financiero se mantuvo, en general, estable, en el 4,7% (véase cuadro 2). La recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión financiera a corto plazo continuó, al tiempo que la inversión a largo plazo aumentó a un ritmo ligeramente más lento que en el trimestre anterior (véase gráfico 10). Estos datos son acordes con el mayor creci-

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

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>
Efectivo y depósitos	38	4,7	4,9	5,9	6,4	6,5	5,5	5,3	5,3	5,6	6,2
Valores distintos de acciones	12	3,7	2,4	-0,1	-2,3	-1,7	-1,1	-0,8	2,9	3,2	2,6
<i>De los cuales:</i> a corto plazo	1	-2,7	2,8	-7,4	-12,9	-9,1	-4,7	-0,6	18,2	17,7	6,5
<i>De los cuales:</i> a largo plazo	11	4,6	2,4	0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	1,3	1,7	2,2
Participaciones en fondos de inversión	12	6,2	4,5	5,5	7,0	7,2	7,1	5,1	2,9	1,8	1,2
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9	4,4	3,2	4,3	5,7	6,8	6,8	5,8	3,2	2,2	1,8
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos del mercado monetario	2	16,5	12,0	12,0	13,6	9,3	8,5	2,8	1,7	0,5	-1,1
Acciones cotizadas	13	-1,2	0,0	0,2	0,6	1,6	1,2	2,2	4,1	3,3	2,0
Reservas técnicas de seguro	25	7,1	6,3	6,2	6,2	6,3	6,8	6,7	6,4	6,4	6,6
M3 <sup>2)</sup>		7,2	7,0	8,2	8,6	7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-9,2	-14,3	-17,2	-6,5	1,7	4,6	8,4	4,1	3,8	2,8

Fuente: BCE.

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

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

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

miento de M3 observado en el segundo semestre del 2004 y, en parte, reflejan los reducidos tipos de interés en la zona del euro. Además, también apuntan a una moderación del ritmo de la normalización en curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, tras la extraordinaria preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003.

La recuperación de la inversión financiera a corto plazo del sector no financiero en el último trimestre del 2004 se vio impulsada, en particular, por los incrementos de las tasas de crecimiento de los depósitos a corto plazo. En cambio, se observó una disminución de la inversión en fondos del mercado monetario en ese mismo período. El ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a largo plazo fue consecuencia de la menor preferencia de los inversores por las acciones cotizadas y por las participaciones en fondos de inversión, al tiempo que la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo aumentó de manera más pronunciada que en el trimestre anterior.

### INVERSORES INSTITUCIONALES

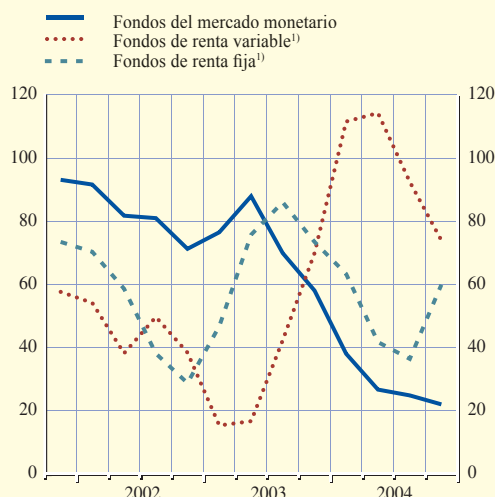
Los datos facilitados por la EFAMA<sup>3</sup> apuntan a que el descenso de los flujos anuales netos hacia participaciones en fondos de inversión en el 2004 se debió principalmente a la menor demanda de fondos de renta variable, aunque los flujos hacia estos fondos continuaron siendo más elevados que para cualquier otra categoría de fondos de inversión (véase gráfico 11). Las adquisiciones interanuales netas de fondos de renta fija aumentaron en el último trimestre de 2004, invirtiendo la tendencia bajista observada desde el tercer trimestre del 2003. Aunque los flujos anuales hacia fondos de inversión de la zona del euro

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



**Gráfico 11 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)**

(mm de euros)

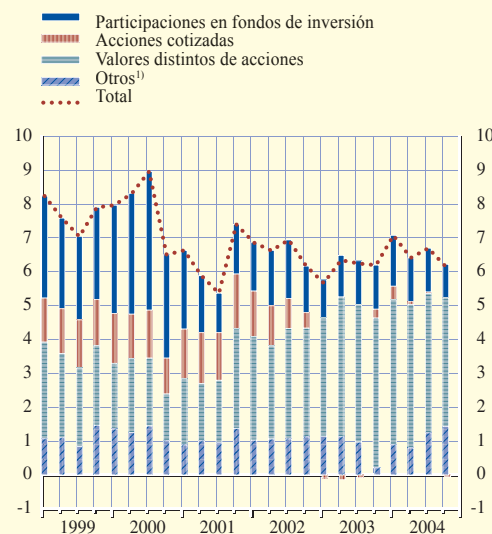


Fuentes: BCE y EFAMA.

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

**Gráfico 12 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones**

(tasas de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

descendieron ligeramente en el último trimestre del 2004 en comparación con el tercero, la tasa de variación interanual del valor de los activos totales de estos fondos repuntó ligeramente, desde el 10% del tercer trimestre hasta el 10,6% del cuarto trimestre del 2004. En cierta medida, esta evolución refleja el aumento de la valoración de las tenencias de fondos de renta variable y de renta fija en el último trimestre del 2004.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió hasta el 6,2% en el último trimestre del 2004, desde el 6,7% del trimestre precedente (véase gráfico 12), como consecuencia de una ligera caída de la contribución de los valores distintos de acciones a largo plazo que, sin embargo, continuaron creciendo de manera pronunciada, a una tasa interanual del 9,6%. Al mismo tiempo, la contribución de las acciones cotizadas pasó a ser negativa, y la tasa de crecimiento interanual se redujo desde el 0,3% del tercer trimestre hasta el -0,4% del último trimestre del 2004. Esta evolución corrobora la opinión de que las empresas de seguros y los fondos de pensiones se mantuvieron cautos en lo que respecta a mantener valores de renta variable (véase también el recuadro titulado «La labor de intermediación de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y su impacto en la evolución monetaria»). Esta cautela puede estar relacionada con las relativamente moderadas ganancias por valoración registradas en el 2004.

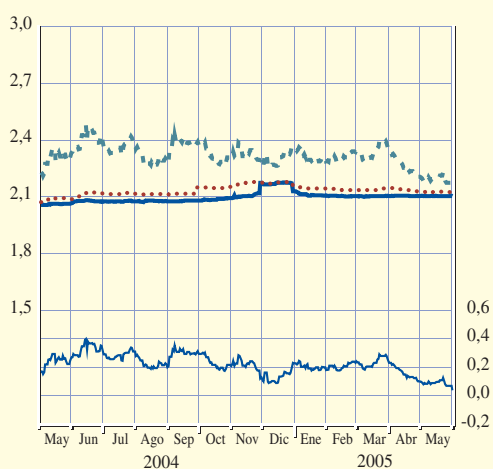
### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

El 1 de junio, los tipos de interés del mercado monetario a largo plazo se situaban en niveles considerablemente inferiores a los observados a principios de marzo. Dado que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron, en general, estables, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado en los tres últimos meses.

**Gráfico 13 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo**

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- ..... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)

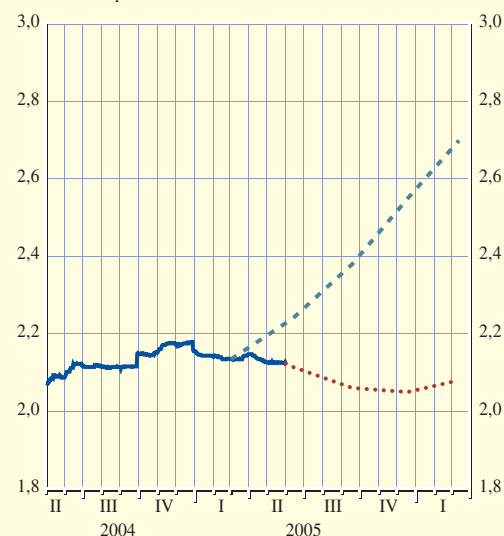


Fuente: Reuters.

**Gráfico 14 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro**

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a tres meses
- ..... Tipos de los futuros a 1 de junio de 2005
- - - Tipos de los futuros a 2 de marzo de 2005



Fuente: Reuters.

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

Tras registrar un moderado incremento en marzo del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a largo plazo descendieron hasta situarse en niveles considerablemente inferiores a los observados a principios de marzo. Los tipos de interés a corto plazo se han mantenido estables, en general, en los tres últimos meses y, en consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado con respecto a comienzos del trimestre. Cabe observar que el diferencial entre los tipos de interés del EURIBOR a doce meses y a un mes se situaba en 4 puntos básicos el 1 de junio de 2005, 20 puntos básicos por debajo del de principios de marzo (véase gráfico 13).

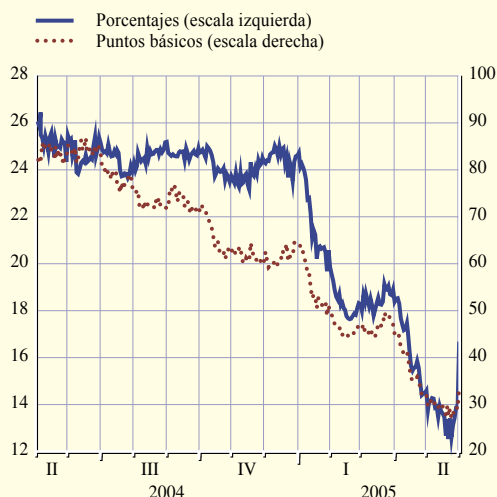
Desde principios de marzo, los participantes en el mercado han revisado sustancialmente sus expectativas acerca de la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo en el 2005. Actualmente, los mercados no esperan una subida de estos tipos hasta el segundo trimestre del 2006, como se refleja en la evolución de los futuros del EURIBOR a tres meses. Los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2005 y marzo del 2006 se situaban en el 2,04%, el 2,03% y el 2,06% respectivamente, el 1 de junio, 35, 53 y 65 puntos básicos por debajo de los registrados a principios de marzo (véase gráfico 14).

Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre los tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses han descendido en los tres últimos meses, y actualmente se sitúan en niveles muy bajos en términos históricos (véase gráfico 15). Esto indica que, en estos momentos, la incertidumbre de los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente reducida.

Durante la mayor parte del período comprendido entre el 3 de marzo y el 1 de junio de 2005, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron relativamente estables (véase gráfico 16). Los tipos de interés

**Gráfico 15 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2005**

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

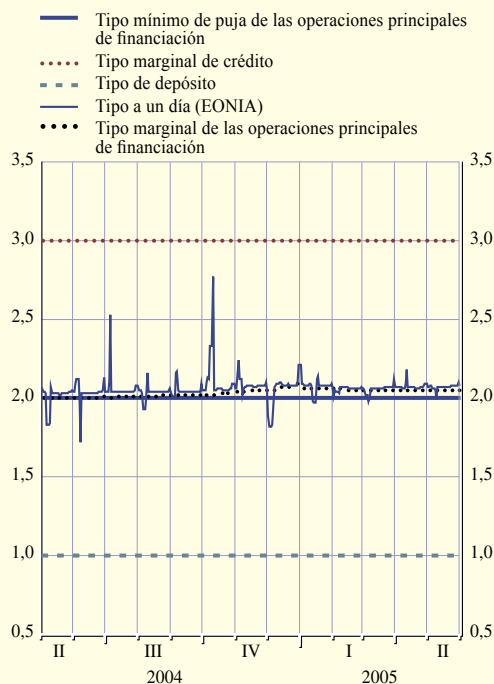


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 16 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron en el 2,05% durante la mayor parte de dicho período. El EONIA se mantuvo estable, en el 2,07%, durante gran parte de este período, con algunas excepciones, como consecuencia de los habituales efectos de fin de mes y de fin de trimestre y de los picos registrados al final de los períodos de mantenimiento. El último día del período de mantenimiento que finalizó el 12 de abril de 2005, el EONIA se elevó hasta el 2,18%, debido a las expectativas de los participantes en el mercado de que el período de mantenimiento terminaría con una situación restrictiva (véase recuadro 2). En las tres operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 31 de marzo, el 28 de abril y el 26 de mayo, los tipos marginales se situaban 6, 5 y 5 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los tipos del EURIBOR a tres meses vigentes en esas fechas.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En los últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha disminuido sensiblemente en los principales mercados. En la zona del euro, este descenso ha sido reflejo, probablemente, de una percepción menos favorable de las perspectivas de crecimiento de la zona por parte de los participantes en el mercado, mientras que en Estados Unidos la caída del rendimiento de los bonos parece haber sido consecuencia, principalmente, de una menor preocupación acerca de la inflación. Pese a las acusadas fluctuaciones que el rendimiento de la deuda pública ha registrado en la mayoría de los principales mercados durante el período considerado, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, se ha mantenido en un nivel bastante reducido.*

## Recuadro 2

### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 8 DE FEBRERO Y EL 10 DE MAYO DE 2005

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 8 de marzo, el 12 de abril y el 10 de mayo de 2005.

#### Necesidades de liquidez del sistema bancario

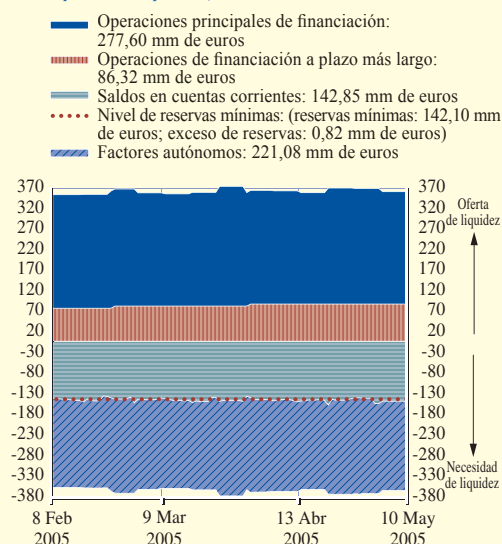
Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron de manera moderada durante el período analizado, principalmente como consecuencia del incremento de los billetes en circulación (véase gráfico A). Los billetes, que son el «factor autónomo» más importante (es decir, un factor que generalmente no se deriva del uso de instrumentos de política monetaria), alcanzaron un máximo histórico de 512,7 mm de euros el 6 de mayo. En promedio, los factores autónomos absorbieron 221,1 mm de euros de liquidez en el período de referencia, más que en cualquier otro período desde la introducción de la moneda única. Las exigencias de reservas, otro de los principales motivos por los que las entidades de crédito necesitan liquidez, se elevaron hasta 142,1 mm de euros. La media diaria del exceso de reservas (esto es, la media diaria de los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) se mantuvo en niveles relativamente elevados (0,83 mm de euros en el primer período de mantenimiento de reservas, 0,64 mm de euros en el segundo y 0,93 mm de euros en el tercero, véase gráfico B). El excepcionalmente elevado importe observado en el período que finalizó el 10 de mayo fue consecuencia, en cierta medida, del relativamente pronunciado exceso de reservas que se concentró en torno a los días festivos.

#### Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen de las operaciones de mercado abierto se elevó en consonancia con la creciente demanda de liquidez (véase gráfico A). A este crecimiento se hizo frente, en parte, aumentando en 5 mm de euros la liquidez adjudicada en las dos primeras operaciones de financiación a plazo más largo (OFFPLM) que se ejecutaron durante el pe-

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

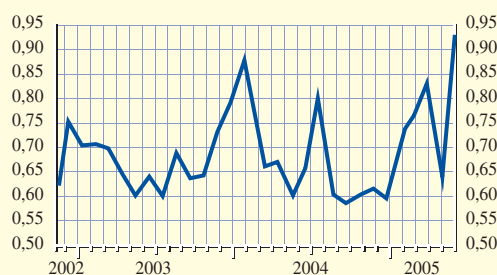
(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

#### Gráfico B Exceso de reservas<sup>1)</sup>

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



Fuente: BCE.

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

riodo de referencia. Este incremento, acordado por el Consejo de Gobierno el 14 de enero de 2005, tenía por objeto alcanzar un volumen de 30 mm de euros en las OFPML del año 2005. El importe adjudicado en la operación principal de financiación (OPF) liquidada el 23 de marzo fue de 291 mm de euros, el más elevado desde la introducción de la moneda única. No obstante, la proporción entre las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) se mantuvo estable durante el período analizado, y se situó alrededor del 1,18, un nivel ligeramente inferior a los observados en torno a la Navidad, época en que la participación suele ser mayor.

Durante el primero de los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, el BCE eliminó gradualmente la política que introdujo en octubre del 2004 de adjudicaciones algo menos restrictivas en las OPF. Esta política se adoptó con el fin de impedir episodios de mayor volatilidad del tipo de interés a un día al final del período de mantenimiento de reservas, con miras a suavizar la situación del mercado monetario antes del período navideño. En consonancia con esta política, el BCE adjudicó 0,5 mm de euros por encima del importe de referencia en las tres primeras OPF del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de marzo, mientras que en las dos últimas OPF del período adjudicó el importe de referencia. En los dos períodos de mantenimiento siguientes, el BCE proporcionó la adjudicación de referencia en todas las OPF. La diferencia entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado en todas las subastas semanales fue de cero o de un punto básico, y el tipo marginal se situó en el 2,05%.

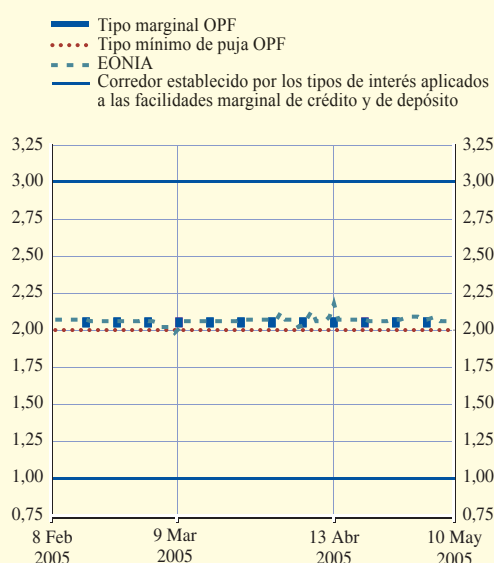
Por lo general, el EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) permaneció bastante estable durante la mayor parte del período analizado, aunque el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se mantuvo en un nivel ligeramente elevado (véase gráfico C). Como es habitual, el EONIA aumentó a finales de mes y en los días transcurridos entre la última OPF y el final del período de mantenimiento, en los que la volatilidad del EONIA fue levemente superior. Sin embargo, las operaciones de ajuste de fin de período que se han realizado a partir de noviembre del 2004 han conseguido reducir notablemente la volatilidad al final del período de mantenimiento y han reforzado las expectativas del mercado de una situación neutral de liquidez al final del período de mantenimiento.

Tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 8 de marzo, el EONIA descendió inicialmente hasta niveles ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja del 2%, ya que la percepción de los participantes en el mercado era que la situación de liquidez era holgada. El 8 de marzo, último día del período de mantenimiento, el BCE absorbió 3,5 mm de euros en una operación de ajuste. El período finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 1 mm de euros, y el EONIA en el 2,01%.

En el período de mantenimiento siguiente, la situación de liquidez se tornó progresivamente restric-

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

tiva tras la adjudicación de la última OPF el 5 de abril. Sin embargo, esto causó un impacto moderado en el tipo de interés a un día, como consecuencia de las expectativas generalizadas de que el BCE reestablecería una situación neutral de liquidez el último día, e hizo que el EONIA se situara en el 2,06% y el 2,09% el 8 y el 11 de abril, respectivamente. Sin embargo, el 12 de abril, último día del período de mantenimiento, el Eurosistema actualizó sus previsiones indicando que el desequilibrio esperado era demasiado reducido como para justificar la realización de una operación de ajuste. El recurso neto a la facilidad marginal de crédito el último día ascendió a 0,9 mm de euros, y el EONIA se situó en el 2,18%.

El EONIA se mantuvo estable tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 10 mayo. Ese día, el BCE decidió no ejecutar una operación de ajuste tras revisar el promedio de exceso de reservas el último día del período de mantenimiento, lo que llevó a una situación de liquidez muy equilibrada. El recurso neto a la facilidad marginal de crédito ese último día ascendió a 0,3 mm de euros, y el EONIA se situó en el 1,99%.

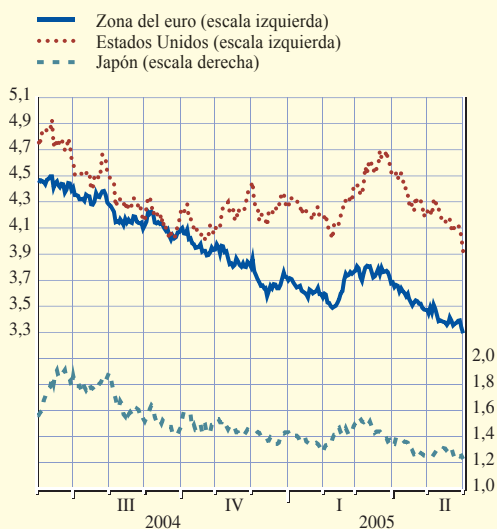
La evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo ha sido, en general, similar en los principales mercados internacionales en los tres últimos meses. El rendimiento de la deuda pública a diez años descendió en la zona del euro y en Estados Unidos, en torno a 45 y 50 puntos básicos, respectivamente, entre finales de febrero y el 1 de junio (véase gráfico 17). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó ligeramente, situándose alrededor de 65 puntos básicos el 1 de junio. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó también, cerca de 25 puntos básicos, durante el mismo período. Aunque la tendencia fue común a todos los mercados, el descenso generalizado del rendimiento de la deuda pública a largo plazo observado en la zona del euro parece haber sido resultado, fundamentalmente, de una mayor preocupación de los participantes en el mercado en torno a las perspectivas de crecimiento económico, mientras que la reducción del rendimiento de los bonos a largo plazo estadounidenses estuvo básicamente relacionada con las menores expectativas de inflación de los participantes en el mercado. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija apenas disminuyó, según indica la volatilidad implícita de esos mercados, que permaneció en un nivel bastante reducido en la mayoría de los principales mercados (véase gráfico 18).

En Estados Unidos, la curva de rendimientos se ha aplanado en los tres últimos meses, como resultado de un mayor descenso del rendimiento de los bonos en los plazos más largos que en los plazos más cortos. La evolución del rendimiento de los bonos a corto plazo fue consecuencia de las decisiones de la Reserva Federal de elevar el tipo de interés de los fondos federales en 25 puntos básicos, adoptadas en las reuniones del 22 de marzo y del 3 de mayo, respectivamente. Tras crecer en la primera parte del período considerado, a partir de mediados de marzo el rendimiento de los bonos a largo plazo volvió a mostrar una tendencia a la baja, ante la publicación de datos que señalaban una desaceleración transitoria de las perspectivas de crecimiento económico del país. Además, los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, desde la renta variable a la renta fija, también pueden haber contribuido también a rebajar, en general, el rendimiento de los bonos estadounidenses.

A lo largo del período analizado, la publicación de datos que los mercados consideraron menos favorables de lo previsto parece haber contribuido a contener las expectativas de inflación, lo que se evidenció en la reducción de las tasas de inflación implícita en todos los horizontes temporales. Los descensos fueron más pronunciados en los plazos más cortos, que se vieron probablemente afectados también por la disminución de los precios del petróleo observada en la segunda parte del período contemplado. El rendimiento real de los bonos a largo plazo iniciados con la inflación descendió ligeramente durante el citado período, manteniéndose en niveles muy reducidos, mientras que el rendimiento real de los bonos a corto plazo repuntó levemente.

**Gráfico 17 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)

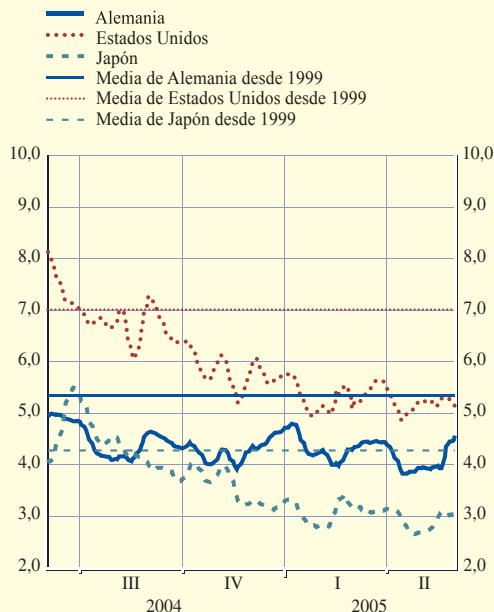


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

**Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija**

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



Fuente: Bloomberg.

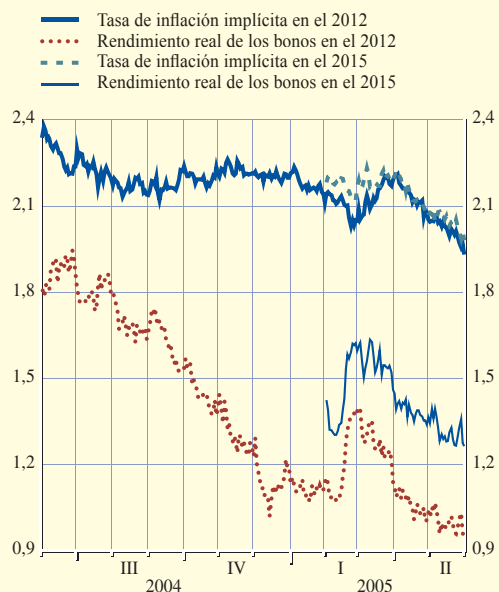
Nota: Las series de volatilidad implícita representan la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo, renovado 20 días antes de su vencimiento, según la definición de Bloomberg. Esto significa que 20 días antes de su vencimiento se sustituye el contrato de futuros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

En los tres últimos meses, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro ha descendido hasta niveles muy bajos en términos históricos. El reciente recorte de los tipos de interés a largo plazo es reflejo, principalmente, de la reacción de los mercados ante la publicación de datos relativos a la actividad económica y al clima empresarial, que los inversores interpretaron como indicativos de perspectivas menos favorables de crecimiento económico de la zona. Una de las medidas de las que disponen los mercados financieros para calibrar las percepciones de los participantes en el mercado acerca de la actividad económica futura es el rendimiento real de los bonos indicados con la inflación. Este indicador sugiere que los inversores parecen haber encontrado motivos de preocupación respecto a las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo. Así, el rendimiento real del bono italiano indicio con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2008, disminuyó en torno a 50 puntos básicos, mientras que el rendimiento real del bono francés indicio con la inflación, con vencimiento en el 2015, descendió en menor medida, en torno a 35 puntos básicos, entre finales de febrero y el 1 de junio (véase gráfico 19). Por otro lado, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento hacia abajo en todos los plazos durante el período considerado (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, los diferenciales de renta fija privada se ampliaron notablemente, debido a diversos factores (véase también el recuadro titulado «Aumento reciente de los diferenciales de renta fija privada»).

Las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo, como la tasa de inflación implícita, disminuyeron también entre finales de febrero y el 1 de junio. La tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el

**Gráfico 19 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro**

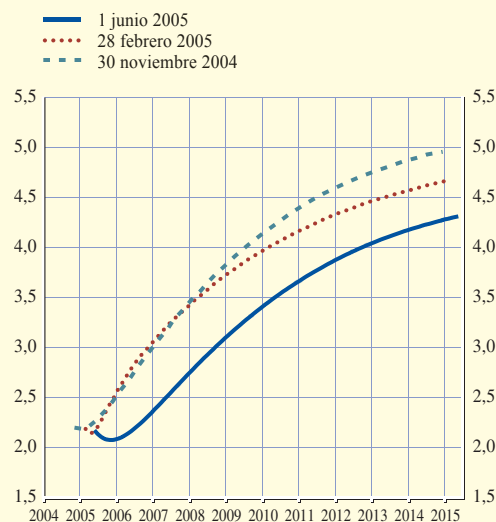
(en porcentaje; excluidas comisiones; datos diarios)



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

**Gráfico 20 Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro**

(en porcentaje; datos diarios)



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

de los bonos franceses indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, se situó en el 1,98% el 1 de junio.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En general, los mercados internacionales de renta variable han experimentado fluctuaciones laterales en los últimos meses, como consecuencia de una confluencia de factores. Las cotizaciones bursátiles, especialmente las de la zona del euro, no se han visto afectadas por las perspectivas de crecimiento económico más moderado, debido probablemente a la alta rentabilidad que seguían mostrando las empresas. Al mismo tiempo, la incertidumbre de estos mercados ha permanecido bastante reducida.*

Entre finales de febrero y el 1 de junio, pese a experimentar fuertes fluctuaciones, las cotizaciones bursátiles se han mantenido, en general, estables en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 21). Durante el mismo período, en Japón el índice Nikkei 225 retrocedió en torno a un 3,5%, como resultado, entre otros factores, del aumento de las tensiones políticas. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, mostró escasas variaciones en los principales mercados, manteniéndose todavía muy por debajo de su media desde 1999 (véase gráfico 22).

En los tres últimos meses, en Estados Unidos se han apreciado dos tendencias en las cotizaciones bursátiles. Entre finales de febrero y mediados de abril, las cotizaciones bursátiles estadounidenses descendieron hasta niveles que no se observaban desde finales del 2004. La publicación de datos contradictorios



Recuadro 3

**AUMENTO RECIENTE DE LOS DIFERENCIALES DE RENTA FIJA PRIVADA**

Tras situarse en niveles muy bajos, en términos históricos, a comienzos del 2005, los diferenciales de renta fija privada de todo el mundo han aumentado de forma acusada en los últimos meses. Así pues, hacia finales de mayo, los diferenciales de bonos de la zona del euro con calificación BBB se situaron en niveles que no se habían observado desde mediados del 2003. En este recuadro se comentan los factores que determinaron este incremento.

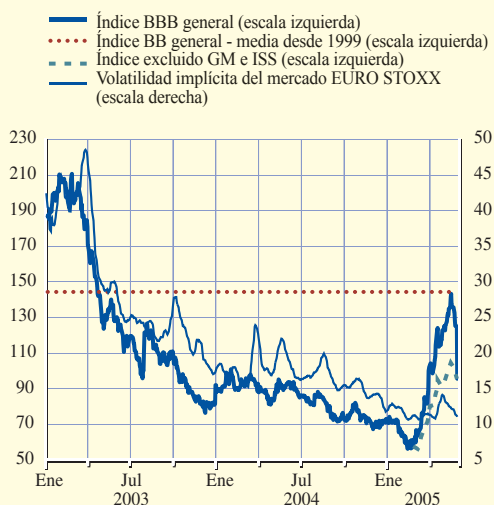
La importancia del mercado de renta fija privada como fuente de financiación de las empresas de la zona del euro sigue en aumento, aunque su peso aún es limitado en comparación con los préstamos o con la emisión de acciones. Sin embargo, desde la perspectiva de la política monetaria está justificado el seguimiento estrecho de este segmento. En primer lugar, en tanto que los diferenciales de renta fija privada ofrecen señales sobre la manera en la que el mercado valora la prima de riesgo de crédito que las empresas deben asumir en su endeudamiento, estos diferenciales pueden proporcionar cierta información acerca de las perspectivas de crecimiento futuras de la economía, así como de la situación patrimonial y la solvencia del sector empresas. En segundo lugar, pueden calibrarse los cambios en el clima del mercado considerando la evolución del diferencial de bonos BBB. Por ejemplo, los períodos de crisis financieras suelen coincidir con la existencia de elevados diferenciales de renta fija privada, provocados por desplazamientos de cartera desde activos con riesgo hacia instrumentos más seguros y menos volátiles. Por este motivo, resulta importante verificar la evolución de estos mercados con otras fuentes que puedan proporcionar información sobre las circunstancias en las que se producen variaciones en los diferenciales de renta fija privada.

Si nos centramos en la zona del euro, la diferencia entre el rendimiento de los bonos con calificación BBB y el de la deuda pública, carente de riesgo, con vencimientos similares se ha duplicado con creces entre comienzos de marzo del 2005 y finales de mayo (véase gráfico), tras varios años en los que los diferenciales han descendido<sup>1</sup>. La fuerte recuperación observada en los últimos meses puede haberse debido a distintos factores, entre los que cabe considerar como más importantes la modificación de las variables fundamentales de la economía, las informaciones sobre empresas concretas y los factores relacionados con la dinámica de los mercados.

En primer lugar, a nivel macroeconómico, se ha producido un aumento de la tasa de crecimiento del endeudamiento durante el 2005, lo que indica que la mejora de los balances de las empresas de la zona del euro observada en los últimos años

**Gráfico Diferenciales de renta fija privada con calificación BBB denominada en euros y volatilidad implícita del mercado de renta variable de la zona del euro**

(diferenciales de renta fija privada; puntos básicos; volatilidad implícita del mercado de renta variable; en porcentaje; media móvil de diez días de datos diarios)



Fuentes: Merrill Lynch, Bloomberg y cálculos del BCE.

<sup>1</sup> El aumento de los diferenciales de renta fija privada en los últimos meses no se ha reducido al segmento de bonos con calificación BBB (aunque en términos de variación porcentual, mostró el mayor incremento). Concretamente, en el segmento de mayor rentabilidad (es decir, los bonos con la calificación crediticia más baja) los diferenciales de renta fija privada también han crecido considerablemente desde mediados de marzo de 2005.

puede haberse interrumpido (véase también la sección 2.6). Además, mientras que el crecimiento de los beneficios ha sido muy sólido hasta el momento, los datos sobre las expectativas de crecimiento de los beneficios a doce meses vista para las empresas de la zona del euro ha seguido una tendencia a la baja desde comienzos del 2004 (véase gráfico 23). Esto puede indicar que el crecimiento de los beneficios en las empresas de la zona del euro ha alcanzado su máximo, aunque se espera que se mantenga relativamente fuerte. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del mercado de renta variable –un indicador que, en teoría, se encuentra estrechamente relacionado con los diferenciales de renta fija privada– se recuperó al mismo tiempo que se produjo el aumento de los diferenciales de los bonos con calificación BBB en abril, aunque posteriormente retornó a unos niveles muy reducidos en términos históricos<sup>2</sup>.

En segundo lugar, a nivel microeconómico, el aumento de los diferenciales de renta fija privada parecen haberse debido a la preocupación existente acerca de la calidad crediticia de determinadas empresas. A este respecto, las reacciones del mercado ante la alerta de beneficios realizada por General Motors en marzo del 2005 dieron lugar a una ampliación de los diferenciales de renta fija privada. La posterior decisión de Standard & Poor's de rebajar la calificación de los bonos de General Motors a la categoría de «basura» el 5 de mayo ocasionó una nueva ampliación de los diferenciales. Además un aumento significativo de los diferenciales de los bonos emitidos por una empresa danesa especializada en limpieza industrial, ISS, también ha contribuido a incrementar los diferenciales medios de los bonos incluidos en el índice BBB. En resumen, desde comienzos de marzo a finales de mayo, más de un tercio del incremento total del índice de renta fija privada con calificación BBB denominada en euros se ha debido al efecto conjunto de estas dos empresas. La considerable caída de los diferenciales de bonos con calificación BBB ocurrida el 31 de mayo puede explicarse, en gran medida, por la exclusión de General Motors y de ISS del índice general (véase gráfico A). En general, entre finales de febrero y el 1 de junio, los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB aumentaron 22 puntos básicos, un nivel relativamente bajo en términos históricos<sup>2</sup>.

En tercer lugar, no puede descartarse que los recientes aumentos de los diferenciales de renta fija privada también puedan representar, en parte, una normalización de la valoración del riesgo de crédito de las empresas. En los últimos dos años, los inversores, en su «búsqueda de rentabilidad» en un entorno de tipos de interés reducidos, pueden haber impulsado al alza la valoración de la renta fija privada, hasta un nivel superior a sus valores sostenibles<sup>3</sup>. La inversión de esas posiciones podría haber contribuido a la reciente ampliación de los diferenciales de renta fija privada. Los factores de mercado en una fase de reajuste pueden haber amplificado los movimientos. No obstante, conviene subrayar que el segmento de empresas del mercado de renta fija es muy volátil, y que, por lo tanto, los movimientos a corto plazo de los precios deberían tomarse con cierta cautela.

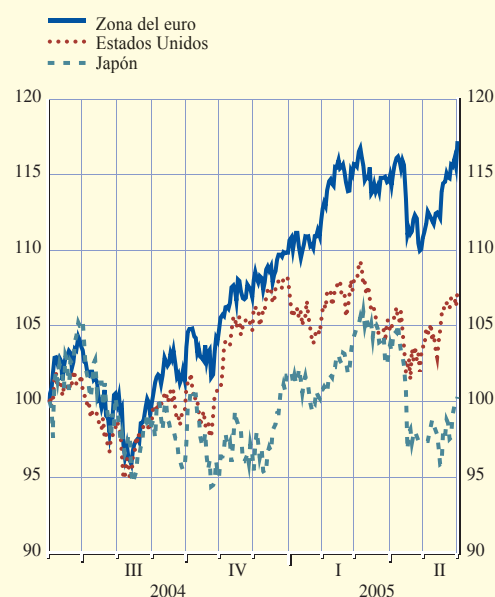
2 Para una explicación más detallada de la vinculación existente entre los diferenciales de renta fija privada y la volatilidad implícita del mercado de renta variable, véase el recuadro titulado «Determinantes de la caída de los diferenciales de renta fija privada en los últimos años» en el Boletín Mensual de enero del 2005.

3 Véanse el recuadro 9, titulado «Corporate bond spreads and default expectations in the euro area», en la edición de enero del 2005 de la Financial Stability Review, del BCE, y la sección 2.6 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

sobre las perspectivas de crecimiento económico del país puede explicar, en parte, el clima más negativo de los mercados bursátiles estadounidenses durante este período. La tendencia a la baja puede haberse acentuado también, como consecuencia de la elevación transitoria de las primas de riesgo para los valores de renta variable exigidas por los inversores, que parece haber impulsado desplazamientos de fondos desde los mercados de renta variable a los de renta fija. Esta interpretación concuerda también con un aumento de la incertidumbre percibida, reflejada en la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones y por la ampliación de los diferenciales de renta fija privada. A partir de mediados de abril, las

Gráfico 21 Índices bursátiles

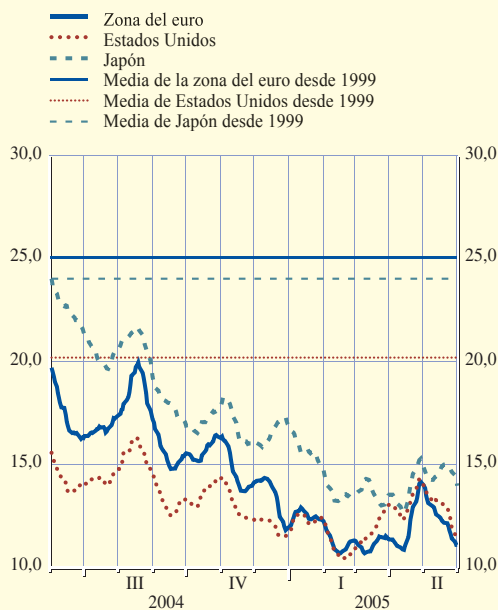
(índice: 1 junio 2004 = 100; datos diarios)



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 22 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 periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas 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.

cotizaciones bursátiles estadounidenses se recuperaron y la incertidumbre disminuyó, ante la relativa pujanza de los resultados empresariales y el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo, lo que suponía un menor factor de descuento de los futuros flujos de caja esperados.

En general, la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro fue prácticamente similar a la de los mercados estadounidenses. Por un lado, los datos relativos a la actividad económica, el clima empresarial y la confianza de los consumidores publicados en la zona del euro fueron considerados menos favorables por los participantes en el mercado, lo que influyó, probablemente, en las cotizaciones bursátiles. Por otro lado, el menor rendimiento de los bonos y la continuada alta rentabilidad de las empresas actuaron, posiblemente, en la dirección contraria. A mediados de mayo, los analistas esperaban que los beneficios de las empresas de la zona del euro (incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX) crecieran a una tasa interanual de aproximadamente el 8%, señal de desaceleración con respecto a las tasas de crecimiento de finales del 2004. Las tasas de crecimiento de los beneficios esperadas para las empresas de la zona del euro fueron ligeramente inferiores a las previstas para las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 (véase gráfico 23).

Al nivel sectorial, los resultados fueron contradictorios. El sector de atención sanitaria superó con creces al índice Dow Jones EURO STOXX amplio, lo que sugiere que en los tres últimos meses los inversores pueden haberse inclinado más a invertir en valores que se vean, en general, menos influidos por el ciclo económico (véase cuadro 3). Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles de las

empresas incluidas en el sector de materias primas, que comprende las compañías químicas, y en el sector más volátil de telecomunicaciones, se mantuvieron por debajo del índice general, posible reflejo de la preocupación de los inversores de que la demanda final de bienes y servicios suministrados por empresas de estos sectores sea más débil de lo previsto.

## 2.6 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

*Pese a que el diferencial de los valores de renta fija privada se amplió ligeramente, el coste general de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras se mantuvo reducido en el primer trimestre del 2005. Además, en el citado período, las condiciones de acceso al crédito bancario volvieron a mejorar, respaldando con ello las favorables condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro. El bajo coste del endeudamiento se tradujo en un considerable repunte de los flujos de la financiación mediante deuda hacia las sociedades no financieras en el primer trimestre del 2005, impulsado, en gran parte, por los préstamos bancarios, mientras que la financiación mediante acciones permaneció en niveles reducidos. En consecuencia, las ratios de deuda del sector empresas de la zona del euro aumentaron en el mismo período.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

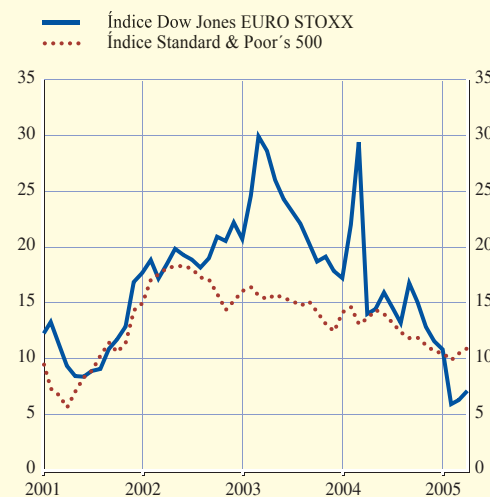
En el primer trimestre del 2005, el coste marginal real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de los saldos vivos, siguió disminuyendo (véase gráfico 24; en el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005 figura una descripción detallada de la medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro). Esta nueva caída del coste real de la financiación externa se vio impulsada, fundamentalmente, por un descenso del coste de la financiación mediante acciones y por el hecho de que la ponderación basada en los saldos vivos atribuye un peso elevado al coste de la financiación mediante acciones. Al mismo tiempo, el coste real de los valores de renta fija y el de los préstamos de las IFM se mantuvo en los muy reducidos niveles observados a finales del 2004.

En cuanto a los componentes, la modalidad de financiación mediante deuda más importante de las sociedades no financieras son los préstamos de las IFM. En el primer trimestre del 2005, el coste real de la financiación bancaria continuó en los muy reducidos niveles observados a finales del 2004. Ciertamente, los tipos de interés aplicados por las IFM a la mayor parte de los nuevos préstamos a las sociedades no financieras no han registrado variaciones o han disminuido ligeramente (véase cuadro 4).

En cuanto al detalle por plazos, la mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo no se modificaron o registraron descensos moderados en el período de tres meses transcu-

**Gráfico 23 Crecimiento de los beneficios por acción esperados en la zona del euro y Estados Unidos**

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thompson Financial Datastream I/B/E/S y cálculos del BCE.  
Nota: Crecimiento de los beneficios por acción esperado dentro de doce meses.

rrido hasta marzo del 2005, reflejando la evolución de los tipos de interés del mercado monetario a plazos similares. Por ejemplo, el tipo de interés aplicado por las IFM a los descubiertos en cuenta y el aplicado a los préstamos por importe hasta 1 millón de euros sin fijación del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año descendió algunos puntos básicos. En comparación, el EURIBOR a tres meses también se redujo unos 5 puntos básicos durante este período.

En el período de tres meses transcurrido hasta marzo, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras descendió levemente. Por ejemplo, los tipos de interés aplicados por este sector a los préstamos (por importe inferior, igual o superior a 1 millón de euros) con período inicial de fijación de más de cinco años descendieron hasta 10 puntos básicos, mientras que los tipos de interés de mercado a plazos similares registraron un ligero aumento, y el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó 15 puntos básicos en ese período. Es posible que la evolución divergente de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito y los tipos de mercado a plazos similares esté relacionada con el incremento transitorio de los rendimientos de los bonos a largo plazo en febrero y principios de marzo y con el hecho de que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito no reaccionan de inmediato a la evolución de los tipos de mercado. En general, los márgenes de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a corto plazo prácticamente no registraron variaciones, mientras que los de los préstamos a largo plazo tendieron a disminuir moderadamente.

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b> (datos a fin de período)	4,8	7,0	11,1	11,7	30,2	4,2	9,3	5,7	8,1	7,8	100,0
<b>Variación de los precios</b> (datos a fin de período)											
2004 I	-4,7	2,0	1,0	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2004 II	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
2004 III	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
2004 IV	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 I	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
Abril	-6,3	-4,9	-6,5	-2,9	-4,3	4,4	-4,9	-3,5	-4,7	-0,3	-3,9
Mayo	4,7	4,3	7,0	4,9	4,1	5,8	6,0	10,2	2,0	4,3	5,0
Fin febrero 2005 a 1 de junio de 2005	-1,1	-0,2	2,5	3,2	0,5	13,9	1,1	6,0	-4,0	5,9	1,9
<b>Volatilidad</b> (medias del período)											
2004 I	15,2	17,2	15,0	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2004 II	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
2004 III	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
2004 IV	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 I	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
Abril	15,3	13,1	11,7	15,6	13,1	17,2	14,9	20,1	13,4	14,1	12,6
Mayo	11,2	6,5	7,1	11,2	8,8	11,2	8,1	13,7	9,5	10,2	7,6
Fin febrero 2005 a 1 de junio de 2005	12,7	9,8	9,7	13,6	10,8	17,4	11,1	15,3	11,3	12,5	10,1

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

En el primer trimestre del 2005, el coste real de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo en los niveles reducidos observados a finales del 2004, aunque los diferenciales de estos valores registraron un repunte en marzo, y recientemente aumentaron de nuevo. En particular, el diferencial entre el rendimiento de los bonos con calificación BBB e inferior y el de los bonos de referencia se ha incrementado considerablemente (véase recuadro 3). Esta evolución podría apuntar a un ligero endurecimiento, observado recientemente, de las condiciones de financiación de las sociedades no financieras, aunque los diferenciales de los rendimientos de los valores de renta fija privada todavía se sitúan en niveles reducidos en términos históricos. Además, la ampliación de los diferenciales de bonos con calificación A o superior fue bastante inferior a la registrada en los diferenciales de bonos con calificación BBB, relativamente arriesgados (véase gráfico 25). También cabe mencionar que el descenso del rendimiento de la deuda pública en todos los plazos de la curva de rendimientos ha moderado la presión al alza sobre el coste de la financiación resultante del aumento de los diferenciales (véase sección 2.4).

El coste real de las acciones cotizadas, impulsado por la evolución más favorable de los mercados bursátiles de la zona del euro, se redujo levemente en el primer trimestre del 2005, y fue acorde con su promedio desde 1990, aunque todavía se sitúa por encima de los reducidos niveles registrados en el período 1999-2000.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

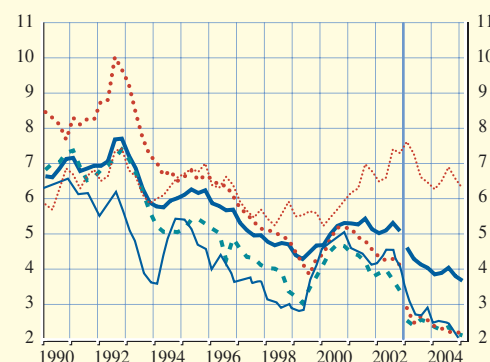
A principios del 2005, los flujos de financiación hacia las sociedades no financieras continuaron aumentando. En el primer trimestre del año, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras alcanzó el nivel más elevado en más de tres años. Además, la capacidad de financiación interna de las sociedades no financieras, según indican los beneficios empresariales, se estabilizó en un nivel elevado. Por ejemplo, el crecimiento de los beneficios efectivos de las principales empresas del índice Dow Jones EUROSTOXX ha continuado siendo intenso en los últimos meses (véase la sección 2.5 sobre mercados de renta variable). Al mismo tiempo, en los primeros meses del 2005 parecieron producirse ciertos ajustes en las expectativas de crecimiento de los beneficios, ya que los analistas revisaron a la baja sus previsiones en cierta medida (véase gráfico 23). En general, las sociedades no financieras parecen haber tenido a su disposición los recursos de financiación interna adecuados en los últimos meses.

Si se toma en consideración el relativamente moderado crecimiento de la inversión real en la zona del euro, el mayor recurso a la financiación externa de las sociedades no financieras podría estar relacionado, en parte, con las inversiones financieras en curso y, posiblemente, con la financiación anticipada de las próximas operaciones de fusión y adquisición y con otras inversiones futuras. El intenso crecimiento de los depósitos y de otros instrumentos incluidos en M3 que obran en poder de las sociedades no financieras

**Gráfico 24 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(en porcentaje)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- - - Tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos
- Coste real de los valores de renta fija
- Coste real de las acciones cotizadas



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 1 de este Boletín Mensual). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

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

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

							Variaciones en puntos básicos hasta mar 2005			
	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene	2005 Feb	2005 Mar	2003 Ene	2003 Dic	2004 Dic	2005 Feb
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>										
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,40	5,37	5,27	5,36	5,30	5,26	-81	-21	-1	-4
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros										
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,01	4,01	3,98	3,98	3,94	3,91	-96	-14	-6	-2
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,65	4,55	4,44	4,46	4,36	4,33	-82	-48	-11	-3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros										
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	2,99	2,95	3,04	3,02	3,03	3,02	-70	-8	2	-1
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,19	4,15	4,06	3,96	3,79	4,02	-53	-32	-5	23
<b>Pro memoria</b>										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	2,14	-70	-1	-4	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,47	2,41	2,36	2,39	2,45	2,49	-14	-9	13	4
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,18	3,08	2,93	2,92	2,97	3,08	-32	-51	15	11

Fuente: BCE.

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

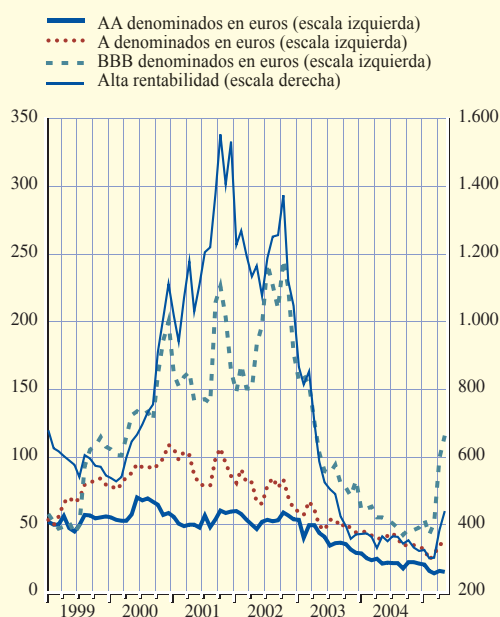
(véase sección 2.1), así como el elevado crecimiento general de la inversión financiera por parte del sector no financiero, proporcionan evidencia a este respecto, aún cuando las actuales estadísticas de la zona del euro no pueden identificar con precisión las inversiones financieras de las sociedades no financieras (véase sección 2.2). Además, el aumento de la demanda de capital circulante y la necesidad de financiar existencias podrían haber favorecido esta evolución (véase recuadro 4).

El aumento de la financiación externa de las sociedades no financieras en el primer trimestre del 2005 se vio impulsada por el incremento de la demanda de préstamos de las IFM (véase cuadro 5). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se elevó desde el 5,5% del último trimestre del 2004 hasta el 6% del primer trimestre del 2005. Más recientemente, en abril del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de este sector a las sociedades no financieras se situó en el 6,2%.

Con respecto al detalle por plazos, el crecimiento de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras se incrementó considerablemente en el primer trimestre y en abril del 2005.

**Gráfico 25 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras**

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.  
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Además de los reducidos tipos de interés aplicados por las IFM, el incremento general de los préstamos a las sociedades no financieras también se vio favorecido por la reciente mejora observada, en términos netos, en las condiciones de acceso al crédito bancario. Ciertamente, en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2005 (véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de mayo del 2005) se señalaba una nueva relajación de los criterios de concesión de los préstamos y líneas de crédito a empresas en el primer trimestre del 2005, considerablemente más pronunciada que en trimestres anteriores.

En cuanto a los valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras se elevó ligeramente, hasta el 3,3%, en el primer trimestre del 2005, y se situó en el 5,1% en marzo del 2005. Es posible que la diferencia observada hasta hace poco tiempo en el recurso a las distintas fuentes de financiación mediante deuda se deba, en cierta medida, a las relativamente elevadas amortizaciones de este tipo de valores, sobre todo en varios países de la zona del euro, tras la intensa actividad emisora observada en años anteriores. No obstante, la evidencia anecdótica sugiere que en el transcurso del 2005 se producirá un aumento de las operaciones de fusión y adquisición que podría acelerar el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones. Tradicionalmente, estas operaciones se financian mediante valores distintos de acciones tras un periodo de financiación anticipada a través de beneficios no distribuidos o de préstamos bancarios.

En cuanto a la financiación mediante acciones, a comienzos del 2005, la emisión neta por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo moderada, en el muy reducido nivel observado en los dos últimos años. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por estas sociedades prácticamente no registró variaciones y fue del 0,8% en el primer trimestre del 2005. El reducido recurso a la financiación mediante acciones es conse-

#### Recuadro 4

##### **LA RECUPERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS A CORTO PLAZO CONCEDIDOS POR LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES**

El seguimiento de los diferentes componentes de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras según su estructura de plazos podría arrojar cierta luz sobre la finalidad de las distintas demandas de financiación realizadas por las empresas. Mientras que los préstamos a plazos más largos tienden a utilizarse para financiar planes de inversión real y financiera a largo plazo, la evolución de los préstamos a corto plazo es habitualmente más volátil, pues sirven, principalmente, para financiar las necesidades de capital circulante de las empresas.

Se ha argumentado que la evolución de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras podría ofrecer información valiosa sobre la evolución económica a corto plazo y, más concretamente, para detectar los puntos de inflexión del ciclo económico. Este argumento se basa en la opinión de que la demanda empresarial de financiación a corto plazo se eleva en las primeras etapas de una recuperación económica, ya que las empresas desean aumentar su capital circulante para financiar la adquisición de bienes. Al mismo tiempo, podría argumentarse que la mayor demanda de financiación a corto plazo podría emplearse para financiar una acumulación de existencias «no deseada»

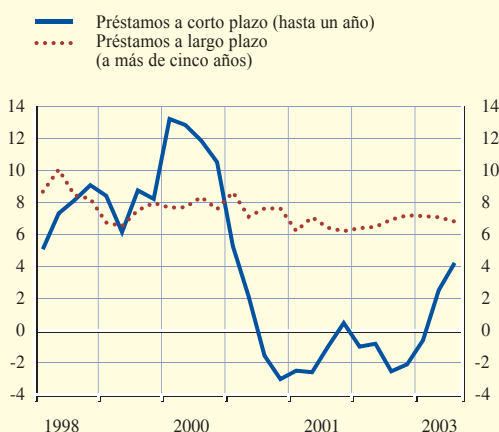
En el período comprendido entre los años 1999 y 2000, el crecimiento del crédito a corto plazo fue muy intenso en la zona del euro, sostenido por una pujante actividad económica. Además, la deman-



da de préstamos también se vio respaldada por un aumento de las fusiones y adquisiciones, pues los préstamos a corto plazo se utilizaron para cubrir el déficit de financiación en períodos de fuerte demanda de fondos. En el siguiente período, sin embargo, el crecimiento de los préstamos se tornó negativo, y descendió considerablemente hasta comienzos del 2004. Desde entonces, se ha producido un giro marcadamente positivo en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico A). En ese sentido, la recuperación de los préstamos a corto plazo tuvo lugar en un período de mayor confianza industrial y de incremento de las variaciones de existencias en el 2004 (véase sección 4.1 del presente Boletín Mensual). Más recientemente, sin embargo, la confianza industrial ha empeorado algo y la acumulación de existencias ha disminuido. Los resultados de la encuesta de préstamos bancarios de abril del 2005<sup>1</sup> muestran que los dos factores determinantes de la aceleración de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras fueron la financiación de las fusiones y adquisiciones y la financiación de las existencias y el capital circulante (véase gráfico B). Con todo, resulta difícil determinar en qué medida el reciente aumento de los préstamos a corto plazo se debe a las necesidades de financiación a corto plazo relacionadas con la valoración optimista de la demanda futura más que a la evolución de la tesorería vinculada con una acumulación no deseada de existencias.

**Gráfico A Préstamos a corto y a largo plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras**

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

**Gráfico B Factores que afectan a la demanda de préstamos y líneas de crédito concedidos a las empresas**

(en porcentaje neto de las entidades de crédito que informan de una contribución positiva/negativa a la demanda)



Fuente: Eurosistema.

La última encuesta de la Comisión Europea sobre la percepción de las empresas acerca del nivel de existencias de productos terminados en las manufacturas sugiere que se ha producido una mejora neta en la percepción de una acumulación de existencias por encima de lo normal desde el tercer trimestre del 2004. Sin embargo, en términos absolutos, la encuesta confirma que el nivel de existencias de productos terminados se encuentra últimamente por encima de su media a largo plazo, pero muy próximo a ella, lo que muestra que no es probable que sólo una acumulación excesiva de existencias explique el incremento del crecimiento de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras en los últimos meses.

<sup>1</sup> El 6 de mayo de 2005 se publicó un examen detallado de los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios para la zona del euro, de abril del 2005, que puede consultarse en [www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).

**Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras**

	Saldo vivo a fin del último trimestre disponible (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales)				
		2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I
<b>Préstamos de IFM</b>	3.193	3,2	4,0	4,5	5,5	6,0
Hasta un año	987	-2,6	-2,1	-0,6	2,5	4,2
De uno a cinco años	555	3,7	6,5	6,1	6,1	6,8
Más de cinco años	1.651	6,9	7,2	7,2	7,1	6,8
<b>Valores distintos de acciones</b>	612	5,9	2,2	3,6	3,0	3,3
A corto plazo	105	-1,8	2,1	4,0	-1,0	3,1
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	507	7,6	2,2	3,5	3,8	3,3
A tipo fijo	413	8,5	2,5	1,1	0,7	-0,8
A tipo variable	80	-8,8	-2,3	18,4	29,5	29,9
<b>Acciones cotizadas</b>	3.143	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>						
Total financiación	7.667	2,1	1,9	1,8	2,3	3
Préstamos a sociedades no financieras	3.751	1,9	2,3	2,1	3,4	4,5
Reservas de fondos de pensiones de sociedades no financieras	299	4,8	4,7	4,7	4,5	4,75

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

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

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

cuencia del muy reducido coste de otras fuentes de financiación y de la disponibilidad de financiación interna.

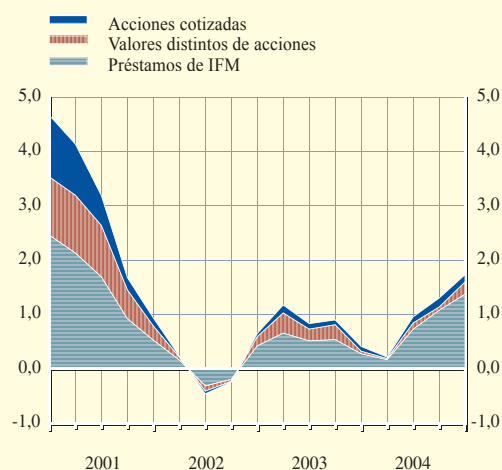
En general, se estima que la tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las sociedades no financieras aumentó sensiblemente, hasta el 3%, en el primer trimestre del 2005, desde el 2,3% del último trimestre del 2004 (véase cuadro 5).

### POSICIÓN FINANCIERA

En el primer trimestre del 2005, la disminución de las ratios de deuda del sector de sociedades no financieras observada en los dos últimos años se interrumpió (véase gráfico 27). Esta evolución, impulsada por el mayor recurso a la financiación mediante deuda, se vio favorecida por el muy reducido coste de este tipo de financiación. De hecho, a principios del 2005, los pagos netos por intereses de las sociedades no financieras continuaron en niveles muy reducidos (véase gráfico 28) y, con ello, atenuaron la presión para reducir el endeudamiento de ese sector. Por un lado, el aumento de las ratios de deuda no debe considerarse una señal de debilidad del sector empresas, ya que el factor desencadenante fue el muy reducido coste del endeuda-

**Gráfico 26 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras<sup>1)</sup>**

(tasas de variación interanual)

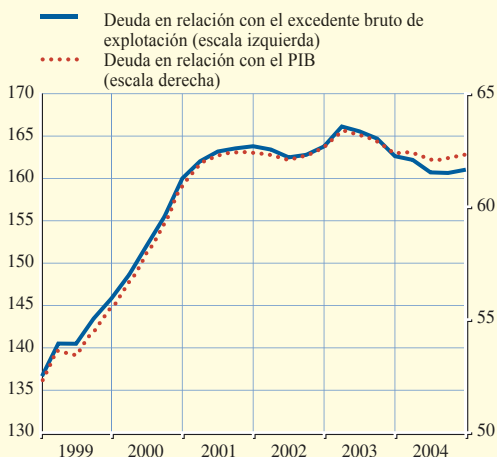


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 27 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras**

(en porcentaje)

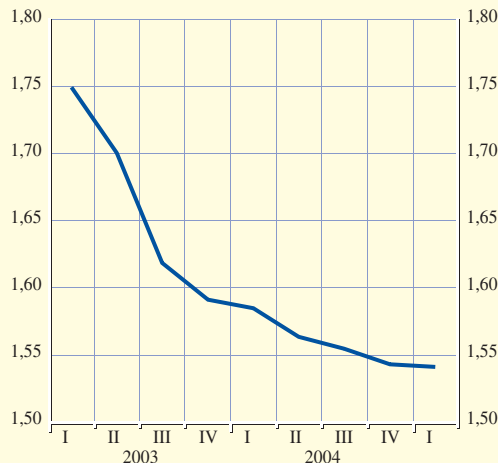


Fuentes: BCE y Eurostat.

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

**Gráfico 28 Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

miento y, en general, una actitud favorable al crédito por parte de las entidades de crédito. Por otro lado, las relativamente elevadas ratios de deuda, unidas al reciente repunte de la financiación mediante deuda, podrían haber aumentado la exposición al riesgo de las sociedades no financieras.

## 2.7 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

*El endeudamiento de los hogares siguió siendo pronunciado en el primer trimestre del 2005, y se vio impulsado por las favorables condiciones de financiación. En particular, los préstamos para adquisición de vivienda continuaron creciendo con intensidad, al tiempo que su evolución mostraba ciertas señales de estabilización. Como consecuencia del persistente y pronunciado crecimiento de los préstamos, la deuda en relación con el PIB del sector hogares volvió a aumentar.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En el primer trimestre del 2005, las condiciones de financiación del sector hogares de la zona del euro siguieron siendo favorables. Los tipos de interés se sitúan en niveles reducidos en términos históricos, y los aplicados a determinadas modalidades de préstamo volvieron a caer ese trimestre. En general, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM reflejó la de los tipos de interés de mercado similares en todos los plazos, haciendo que los respectivos diferenciales se mantuvieran, en general, estables.

Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda volvieron a descender en el primer trimestre del 2005. Por ejemplo, el tipo de interés aplicado a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años cayó casi 50 puntos básicos entre septiembre del 2004 y marzo del 2005 (véase gráfico 29). Un patrón similar puede observarse en lo que respecta al tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda con pe-

riodo inicial de fijación del tipo de más de diez años. En cambio, el tipo de interés aplicado a los préstamos para adquisición de vivienda sin fijación inicial del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año, que continúan constituyendo el grueso de las nuevas operaciones de esta modalidad préstamo, prácticamente no ha registrado variaciones desde hace más de un año, con unos tipos de interés justo por debajo del 3,5% al año. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos al consumo concedidos recientemente se caracterizan por su mayor grado de volatilidad. En particular, el tipo de interés aplicado a los préstamos para consumo, a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año, repuntó en marzo del 2005, tras el considerable descenso registrado el mes precedente.

#### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

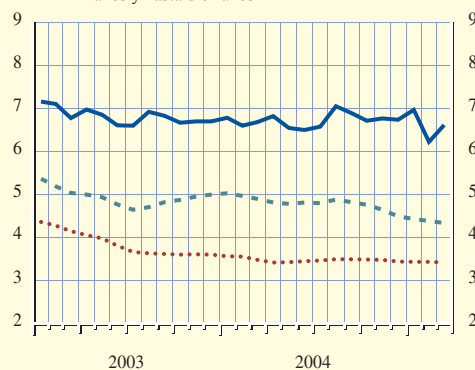
La información disponible más reciente sobre el total de préstamos concedidos al sector hogares por todas las instituciones financieras procede de las cuentas financieras trimestrales correspondientes al cuarto trimestre del 2004, cuando la financiación total de los hogares creció a una tasa interanual del 8,2% (sin variaciones con respecto al trimestre anterior). A partir de información obtenida de estadísticas monetarias y bancarias se calcula que el total de préstamos a hogares ha crecido a un ritmo similar en el primer trimestre del 2005. El persistente e intenso crecimiento de la financiación de los hogares en el citado trimestre se vio impulsado principalmente por la evolución de los préstamos concedidos por las IFM, que se incrementaron a una tasa interanual del 8%. La contribución de los préstamos de otras instituciones financieras ha disminuido en los últimos trimestres (véase gráfico 30).

El crecimiento interanual del crédito de las IFM a los hogares siguió estando impulsado por la intensa trayectoria de los préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre del 2005, con algunas señales de que el fortalecimiento observado anteriormente se había estabilizado en una tasa vigorosa (en marzo y abril del 2005 se registró una tasa de crecimiento del 10%, prácticamente sin modificaciones desde noviembre del 2004). El pronunciado crecimiento de los préstamos a los hogares es consecuencia de las favorables condiciones de financiación y del dinamismo de los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro. Sin embargo, según indican los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril del 2005, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda registró un ligero descenso en el primer trimestre de este año por primera vez desde que comenzó a realizarse la encuesta. Según se señalaba, esta evolución estaba relacionada, fundamentalmente, con el deterioro de la confianza de los consumidores, mientras que continuó considerándose que la valoración de las perspectivas del mercado de la vivienda por parte de los prestatarios representaba una contribución positiva a la demanda de préstamos. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda volvieron a registrar una leve relajación en términos netos.

**Gráfico 29 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares**

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

- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año
- ..... Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años

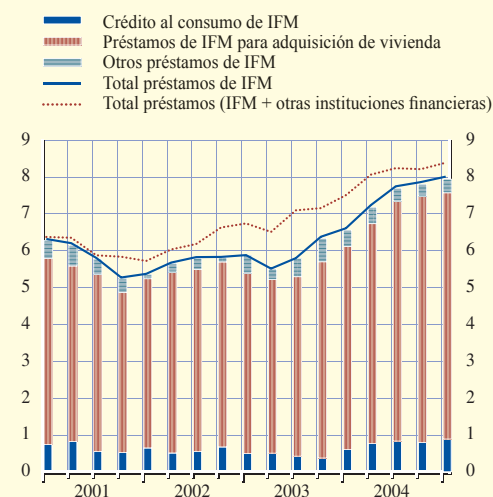


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 30 Total de préstamos concedidos a los hogares**

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

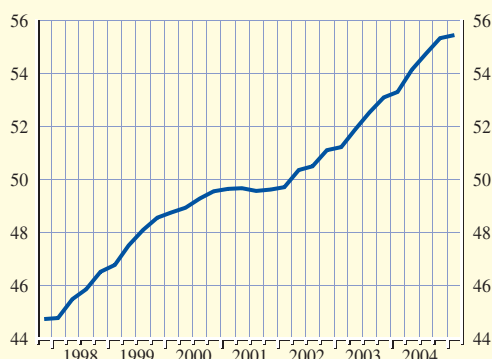


Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: El total de préstamos (IFM+otras instituciones financieras) en el primer trimestre de 2005 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias.

**Gráfico 31 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB**

(en porcentaje)



Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se situó en el 6,7% en marzo y abril del 2005 (con una tasa media del 6,4% en el primer trimestre del 2005, en comparación con el 6,2% del último trimestre del 2004), continuando así con la moderada tendencia al alza observada en el 2004. La encuesta sobre préstamos bancarios de abril apunta a que la demanda neta de crédito al consumo prácticamente no se modificó, según indicaron las entidades de crédito participantes en la encuesta del primer trimestre del 2005. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos de las IFM a hogares se ha mantenido estable en los últimos trimestres, en general, y se ha situado en torno al 2%.

## POSICIÓN FINANCIERA

Como consecuencia de la intensa evolución del endeudamiento de los hogares en los últimos años, la deuda de los hogares en relación con el PIB ha aumentado continuamente desde el 2002, y en el primer trimestre del 2005 registró un nuevo aumento, hasta situarse en aproximadamente el 55,5% (véase gráfico 31). A pesar de esta tendencia alcista, la deuda de los hogares de la zona del euro en relación con el PIB permanece considerablemente por debajo de la de otras economías desarrolladas como Estados Unidos o el Reino Unido. Además, la carga total de la deuda del sector hogares (pagos de intereses más devoluciones de principal), expresada en porcentaje de la renta disponible, ha permanecido relativamente estable en los últimos años, debido a los reducidos tipos de interés vigentes.

### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo en el 2,1% en abril del 2005, por tercer mes consecutivo. Las presiones inflacionistas generadas por los precios de la energía fueron compensadas por una evolución más moderada de los precios de los alimentos no elaborados y de los servicios. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC disminuyó ligeramente en mayo, situándose en el 2%. Las presiones al alza ejercidas por los aumentos de los precios del petróleo se reflejaron también en la evolución reciente de los precios industriales. En los tres meses transcurridos hasta marzo del 2005, la tasa de variación interanual de los precios industriales se elevó 0,7 puntos porcentuales, hasta el 4,2%. Los indicadores de costes laborales del 2004 sugieren que las presiones salariales han sido moderadas y los primeros indicadores disponibles para el primer trimestre del 2005 concuerdan con esta tendencia. En los próximos meses se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga, en general, en los niveles registrados recientemente, si bien no pueda descartarse cierto grado de volatilidad derivada del comportamiento de los precios del petróleo. De cara al futuro, cabe esperar que las presiones inflacionistas subyacentes permanezcan moderadas en la zona del euro, aunque siguen existiendo riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE MAYO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 2% en mayo del 2005, desde el 2,1% registrado en los tres meses precedentes (véase cuadro 6). Al tratarse de datos preliminares, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre, pero la información provisional sugiere que el ligero descenso del índice refleja la evolución de los precios de la energía, aunque su tasa de variación interanual se mantuvo alta.

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

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro permaneció sin cambios, en el 2,1%, en los tres meses transcurridos hasta abril del 2005 (véase gráfico 32). La inflación de abril estuvo en línea con el avance de Eurostat publicado a finales de ese mes. La estabilidad de las tasas de variación interanual del IAPC general fue resultado de fuerzas compensatorias. Por un lado, las tasas de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, disminuyeron hasta un promedio del 1,5%, frente al 1,9% observado en los tres meses anteriores a febrero. Por otro lado, estas presiones a la baja fueron compensadas por un mayor incremento de los precios del petróleo.

**Cuadro 6 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2004 Dic	2005 Ene	2005 Feb	2005 Mar	2005 Abr	2005 May
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0
Energía	3,0	4,5	6,9	6,2	7,7	8,8	10,2	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	0,0	-0,6	0,7	1,3	0,8	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	3,2	2,8	2,6	1,6	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,8	0,5	0,6	0,3	0,3	.
Servicios	2,5	2,6	2,7	2,4	2,4	2,5	2,2	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	1,4	2,3	3,5	4,0	4,2	4,2	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	30,0	33,6	35,2	40,4	41,4	39,4
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	-0,2	3,1	3,1	-0,4	-1,9	0,9

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

En abril, la tasa de variación interanual de los precios energéticos siguió aumentando por tercer mes consecutivo, hasta alcanzar el 10,2%, frente al 6,2% registrado en enero. Esta evolución fue reflejo del comportamiento de los precios del petróleo observado hasta abril. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados de abril fue 0,5 puntos porcentuales inferior a la de marzo, mes en el que las malas condiciones meteorológicas provocaron pronunciados aumentos de los precios. Este efecto contribuyó a compensar la incidencia alcista de los precios energéticos en el índice general.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se redujo al 1,4% en abril, desde el 1,6% registrado en los dos meses precedentes. Esta disminución fue impulsada por los precios de los servicios, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los precios de los alimentos elaborados se mantuvieron prácticamente estables, en comparación con las del mes anterior. Sin embargo, un examen más atento de los componentes de servicios revela que este último descenso fue determinado por la fuerte caída de los precios de los componentes más volátiles (principalmente, las vacaciones organizadas y el transporte aéreo). Como consecuencia de la volatilidad estacional de los componentes relacionados con las vacaciones, y del efecto de las diferentes fechas en que cayeron las vacaciones de Semana Santa en distintos años, se espera que esta incidencia a la baja en los precios de los servicios y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se invierta, en gran parte, en los próximos meses.

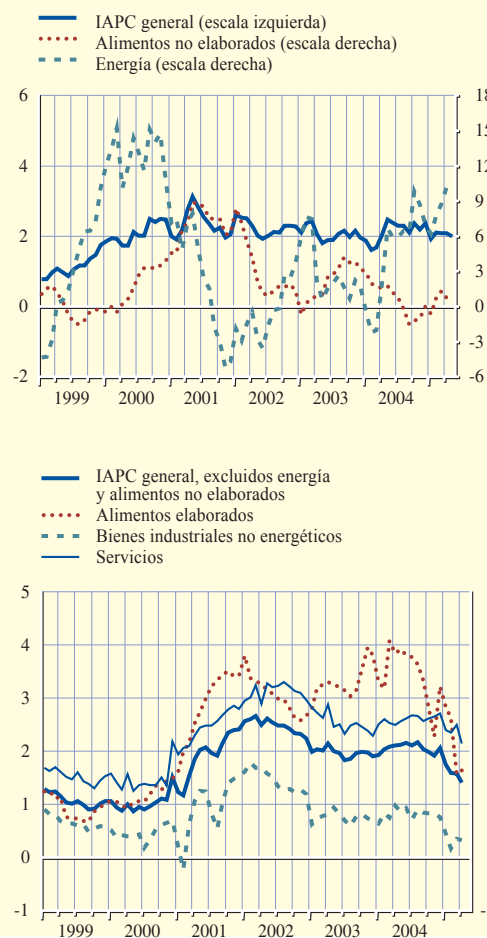
Los precios de los bienes industriales no energéticos siguieron registrando una evolución moderada en abril. En alguna medida, ello fue debido a la desaparición de los efectos de la reforma sanitaria llevada a cabo en Alemania el año pasado, a consecuencia de la cual subieron los precios de los productos farmacéuticos. No obstante el carácter transitorio del nuevo descenso observado en abril, la evolución contenida de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, sigue sugiriendo que las presiones inflacionistas subyacentes permanecen moderadas en la zona del euro.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales, excluida la construcción, continuó elevándose en los tres primeros meses del 2005, desde el 3,5% de diciembre del 2004, al 4,2% de febrero y marzo del 2005, como resultado, principalmente, de la transmisión del aumento de los precios

**Gráfico 32 Desagregación del IAPC por principales componentes**

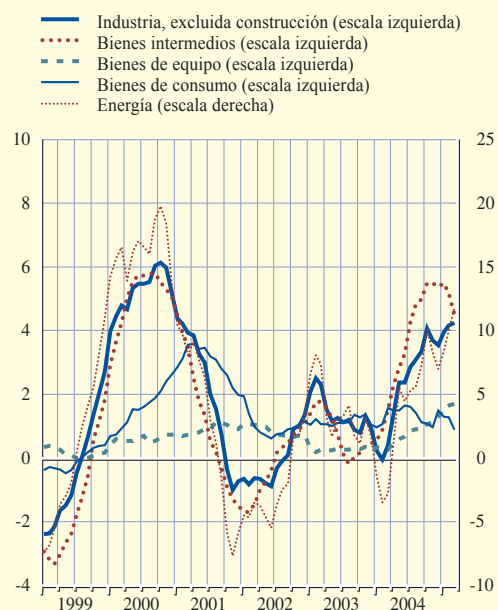
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 33 Desagregación de los precios industriales**

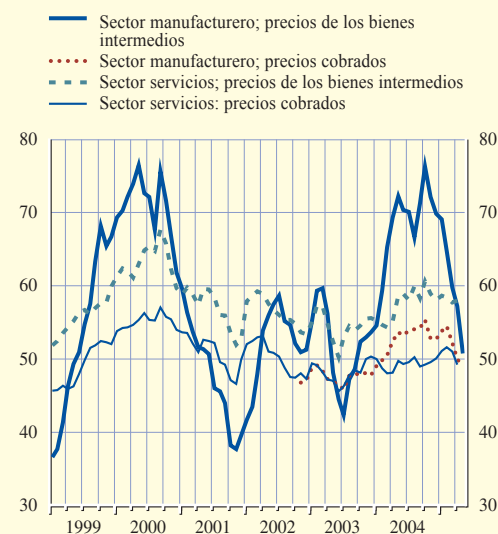
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 34 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Research.

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.

energéticos. Los últimos datos disponibles siguen señalando un marcado incremento de los precios industriales de los bienes energéticos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía ascendió hasta el 11,8% en marzo, frente al 10% de febrero, como consecuencia del comportamiento de los precios del petróleo.

Por lo que se refiere a los demás componentes de los precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios descendió por segundo mes consecutivo, hasta situarse en el 4,5% en marzo del 2005. Aunque esta tasa sigue siendo relativamente alta, como reflejo, probablemente, del comportamiento de los precios de algunas materias primas observado en los últimos meses, la evolución más reciente podría sugerir cierta inversión hacia tasas más reducidas en el futuro. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo disminuyó en los tres primeros meses del 2005, registrando un aumento del 0,9% en marzo, en comparación con el 1,5% de diciembre del 2004. A este respecto, hasta el momento las empresas manufactureras parecen haber absorbido los mayores costes energéticos en sus márgenes. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo se mantuvo sin cambios, en el 1,7%, en marzo (véase gráfico 33). En general, si bien se aprecian ciertas señales de transmisión del aumento de los costes energéticos a los precios industriales de los bienes de equipo y de los bienes intermedios, existen todavía limitadas evidencias de transmisión a los precios industriales de los bienes de consumo (véase el recuadro 5 titulado «Evolución de los precios industriales de los bienes de consumo»).

De cara al futuro, los datos procedentes de las encuestas de opinión correspondientes a mayo del 2005 siguen apuntando a una posible reducción de la tasa de variación interanual de los precios industriales. El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios en el sector



manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras, experimentó un descenso significativo en mayo, lo que indicaría sólo un ligero ascenso de los precios de los bienes intermedios (véase gráfico 34). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero (o precios de producción) cayó por debajo de 50, nivel que corresponde, en teoría, a precios estables. Esta evidencia indica una mayor moderación de las presiones inflacionistas al nivel de la producción que la que señalan los datos de precios industriales. Sin embargo, los datos de las encuestas han de interpretarse con cautela. Por lo que respecta al sector servicios, para el que en la fecha de cierre del presente Boletín Mensual sólo se disponía de datos hasta abril del 2005, el índice de precios de los bienes intermedios sigue apuntando a un aumento relativamente acusado de los costes de los bienes intermedios. Por el contrario, el índice de precios cobrados se mantuvo muy próximo al nivel indicativo de estabilidad de los precios de producción. En conjunto, los últimos indicadores apuntaban a incrementos de los precios cobrados más moderados que los de los precios de los bienes intermedios, lo que podría sugerir que las empresas han absorbido parte de la elevación de los costes, reduciendo sus beneficios, especialmente en el sector manufacturero.

#### Recuadro 5

#### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES DE LOS BIENES DE CONSUMO

En este recuadro se analiza la transmisión de los precios de las materias primas a la evolución de los precios industriales en las últimas fases de la cadena de producción y sus implicaciones para la evolución de los precios de consumo. La incidencia de las subidas que han ido experimentando los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas desde finales del 2003 se observa muy claramente en las primeras fases de la cadena de producción pero menos en las últimas fases. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios se ha elevado, desde menos del 1% a finales del 2003, a más del 5% a comienzos del 2005, y la de los bienes energéticos ha aumentado hasta superar el 10%. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se ha mantenido en torno al 1%. Sin embargo, este perfil relativamente moderado oculta diferencias entre el comportamiento de los precios de los alimentos y del tabaco y la evolución de los precios industriales de otros bienes de consumo.

Así pues, para analizar los precios industriales en las últimas fases de la cadena de producción se ha elaborado una nueva medida de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco<sup>1</sup>. Estos componentes excluidos tienen un peso importante en los precios industriales de los bienes de consumo, ya que representan aproximadamente el 50% del total. Además de los precios de los bienes de consumo duradero, el nuevo agregado comprende también los de algunos bienes de consumo no duradero, como artículos de vestir y productos de cuero, edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados, así como productos químicos farmacéuticos y medicinales. Este agregado puede brindar una nueva perspectiva para el análisis del impacto de los precios industriales sobre la inflación en los precios de consumo. Si bien el índice general de precios industriales de los bienes de consumo puede asociarse, en términos generales, a la evolución del IAPC, excluida la energía, los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, puede reflejar mejor la incidencia de los precios industriales en la evolución de los bienes industriales no energéticos del IAPC. No obstante, en todo análisis habrán de tenerse en cuenta las diferencias estadísticas existentes entre el índice de precios industriales y el IAPC<sup>2</sup>.

1 Todos los países de la UE facilitan datos de precios industriales internos de las principales ramas de actividad (energía, bienes intermedios, bienes de equipo y bienes de consumo duradero y no duradero). Eurostat ha comenzado a elaborar una medida de los precios industriales de los bienes de consumo de la zona del euro, excluidos los alimentos y el tabaco, a partir de los bienes de consumo duradero y de determinados subíndices de bienes de consumo no duradero disponibles para la mayor parte de los países. Algunos países han proporcionado datos que superan sus exigencias legales, por lo que el nuevo agregado ofrece una amplia cobertura por países.

2 En particular, los precios industriales de los bienes de consumo no comprenden algunos importantes bienes que están incluidos en el IAPC (por ejemplo, automóviles, televisores y ordenadores, así como bienes importados). Por otra parte, los precios del IAPC comprenden también el impuesto sobre el valor añadido (IVA).

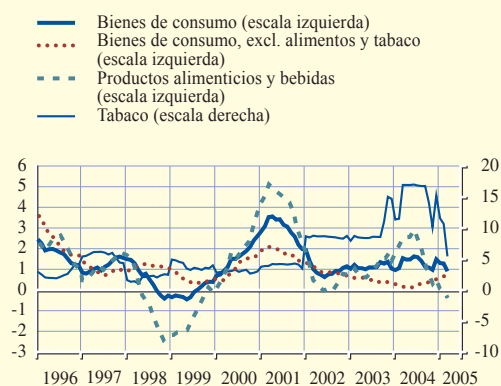
Como puede apreciarse en el gráfico A, los precios industriales del tabaco y de los alimentos han evolucionado de una manera muy distinta a la de los precios industriales de otros bienes de consumo. La elevación de los impuestos sobre el tabaco ha tenido una fuerte incidencia sobre los precios industriales de este producto, especialmente a partir del 2002. A diferencia del IVA, las estadísticas de precios industriales recogen estos impuestos especiales. Los precios industriales de los productos alimenticios y bebidas aumentaron también de forma significativa en el 2002 y 2001, como consecuencia, en gran medida, de la encefalopatía espongiforme bovina y la fiebre aftosa que afectaron a la cabaña ganadera, y entre el 2002 y 2004, debido, fundamentalmente, a las malas condiciones meteorológicas. Sin embargo, este último ascenso se ha invertido, en parte, desde el segundo semestre del 2004, reduciendo la tasa de variación interanual de los precios industriales de los productos alimenticios y bebidas hasta su bajo nivel actual.

Muy distinta fue la evolución de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, cuya tasa de variación interanual disminuyó gradualmente, desde más del 2% a comienzos del 2001, hasta cerca del 0% a principios del 2004, tras lo cual empezó a repuntar ligeramente. El descenso observado entre el 2001 y comienzos del 2004 es resultado de dos tendencias principales. En primer lugar, se produjo una reversión de los efectos indirectos de las subidas de los precios de las materias primas y de la depreciación del euro anterior al 2001. En segundo lugar, la apreciación del euro y la debilidad de la demanda, registradas a partir del 2001, ejercieron presiones a la baja.

El reciente repunte de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, que ha sido generalizado, sugiere que los pasados aumentos de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se están transmitiendo, en fases más adelantadas de la cadena de producción, hasta los precios industriales de los bienes de consumo. Sin embargo, estas presiones se han visto moderadas por la debilidad de la demanda de consumo, la anterior apreciación del euro y la competencia exterior. Pese al aumento observado, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo relativamente moderada, ligeramente por debajo del 1%. De cara al futuro, se esperan nuevas presiones al alza, ante el nivel persistentemente elevado de los precios de las materias primas y los retardos inherentes a la transmisión.

**Gráfico A Precios industriales de los bienes de consumo y de determinados componentes**

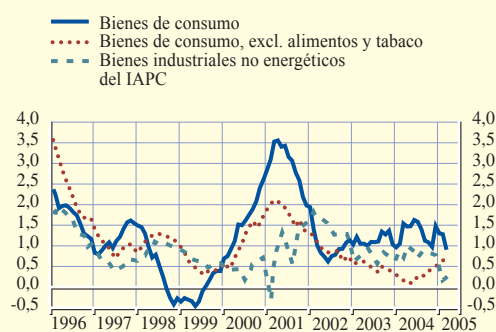
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico B Precios industriales de los bienes de consumo y de los bienes industriales no energéticos del IAPC**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Por lo que se refiere a las implicaciones para la evolución de los precios de consumo del IAPC, el repunte de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, no se ha materializado todavía en los bienes industriales no energéticos del IAPC. El gráfico B muestra que la tasa de variación interanual de este componente del IAPC ha seguido disminuyendo, hasta situarse en la actualidad en torno al 0,3%.

Desde una perspectiva de futuro, el repunte experimentado por los precios industriales podría ejercer algunas presiones al alza. En efecto, se ha producido en el pasado un fuerte movimiento coincidente retardado entre las dos series, aunque no siempre de uno a uno. A este respecto, factores como la debilidad de la demanda de consumo, el moderado crecimiento salarial y el impacto que la supresión de las cuotas de importación tendría posiblemente sobre los precios de los artículos de vestir y del calzado podrían atenuar las presiones al alza generadas por los efectos indirectos de anteriores aumentos de los precios de las materias primas.

En resumen, la eliminación de determinados elementos de los precios industriales de los bienes de consumo ofrece información adicional sobre la evolución de los precios industriales en las fases más adelantadas de la cadena de producción. Estos datos indican que, aunque existen indicios de efectos indirectos de las subidas de los precios de las materias primas, estos efectos han sido relativamente moderados hasta el momento y no se han transmitido todavía a los precios de consumo.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los salarios negociados de la zona del euro, que proporcionan una indicación inicial de la evolución de los costes laborales en el primer trimestre del 2005, crecieron algo más, en tasa interanual, que en el último trimestre del 2004 en la mayoría de los países de la zona. En Italia se observó una tasa más elevada de crecimiento de los salarios negociados, pero se trató probablemente de un aumento transitorio, originado por la renovación y aplicación gradual de los convenios colectivos. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de la zona del euro, que se situó en el 2,2%, fue similar a la media del 2004 (véase cuadro 7).

La mayor parte de los indicadores de crecimiento de los costes laborales descendieron en el segundo semestre del 2004, registrando, en el tercer trimestre, los incrementos más reducidos de todos los indicadores disponibles en el 2004. En el último trimestre del año, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó con respecto a la del trimestre anterior, hasta el 2,4%, aunque

**Cuadro 7** Indicadores de costes laborales

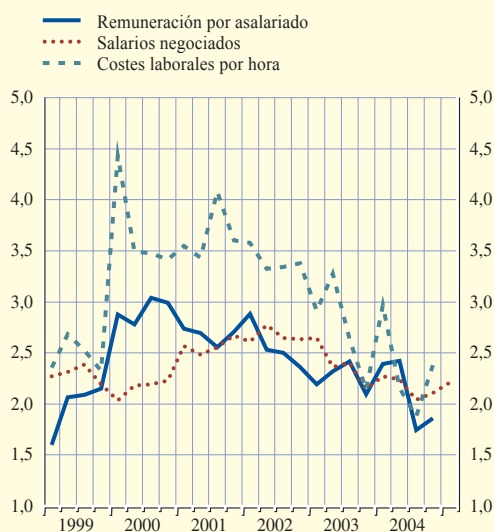
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 35 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

se mantuvo todavía por debajo de la media del 2003. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se elevó también ligeramente, hasta el 1,9%, en el cuarto trimestre (véase gráfico 35). En la presente coyuntura, es demasiado pronto para determinar si el crecimiento de los salarios ha alcanzado un punto de inflexión o si se está simplemente estabilizando en los niveles actuales.

La desaceleración de la productividad registrada en el segundo semestre del 2004 supuso un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hacia finales del año, desde el 0,5% observado en el tercer trimestre, hasta el 1,2% alcanzado en el cuarto trimestre. Dado que sólo se espera una recuperación lenta del crecimiento de la productividad, no se prevé un nuevo descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios en el corto plazo. No obstante, la tasa actual está, en general, en línea con la valoración de que las presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo se mantienen moderadas.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en torno a los niveles actuales. De cara al futuro, no existen hasta el momento evidencias significativas de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes. En un contexto de moderado crecimiento económico y de elevado desempleo, debería mantenerse la contención salarial.

Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Eurosistema (véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro») sitúan la inflación medida por el IAPC entre el 1,8% y el 2,2%, en el 2005, y entre el 0,9% y el 2,1%, en el 2006. Sin embargo, estas previsiones están sometidas a riesgos alcistas, relacionados, especialmente, con la evolución futura de los precios del petróleo. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían tener efectos alcistas más acentuados de lo previsto sobre la inflación. Por otro lado, será necesario ejercer una vigilancia constante, para asegurarse de que los anteriores aumentos de los precios no produzcan efectos secundarios generalizados en la fijación de precios y salarios.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

*El PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,5% en el primer trimestre del 2005, tras registrar un débil crecimiento en el segundo semestre del pasado año. Sin embargo, la composición de la demanda mostró una pérdida de impulso del consumo privado y un descenso de la inversión. Las últimas señales procedentes de las encuestas apuntan a un crecimiento económico relativamente moderado en el segundo trimestre del 2005. La moderación de la actividad económica observada desde mediados del 2004 puede atribuirse, en parte, a la subida de los precios del petróleo. No obstante, de cara al futuro, hay margen para que sean los factores fundamentales positivos los que determinen de nuevo las perspectivas económicas, siempre que se reduzcan gradualmente los efectos negativos de algunas variables.*

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Las primeras estimaciones de la contabilidad nacional de la zona del euro para el primer trimestre del 2005 indican una recuperación del crecimiento del PIB real, en comparación con el segundo semestre del año anterior. Se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB es del 0,5% en el primer trimestre, frente al 2% del cuarto trimestre del 2004 (véase gráfico 36). Sin embargo, las cifras del PIB real de estos dos trimestres reflejan en cierta medida los efectos estadísticos relacionados con el ajuste de los datos por el número de días laborables, lo que ha podido producir una cierta infravaloración de la dinámica de crecimiento en el último trimestre del 2004 y una cierta sobrevaloración en el primer trimestre del 2005. En el recuadro 6 se presentan algunos cambios importantes que afectan a las cuentas nacionales y que se han empezado a aplicar en algunos países.

#### Recuadro 6

#### IMPORTANTES MODIFICACIONES EN LAS CUENTAS NACIONALES DE LA ZONA DEL EURO Y DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Durante los años 2005 y 2006, los datos de contabilidad nacional de la zona del euro y de los Estados miembros de la UE, elaborados según el SEC 95, registrarán modificaciones de importancia como consecuencia de la introducción (i) del método de índices encadenados en el cálculo de las series anuales y trimestrales a precios constantes, (ii) de un nuevo tratamiento de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) y (iii) de nuevos métodos de cálculo de la producción de las Administraciones Públicas, así como de revisiones de las referencias. En este recuadro se comentan estos cambios, que mejorarán la calidad de las cuentas nacionales. En él también se recoge el calendario de revisión de la contabilidad nacional de la zona del euro y se presenta una valoración preliminar del posible impacto de las modificaciones mencionadas<sup>1</sup>.

Las normas de la UE2 encaminadas a mejorar la precisión y la comparabilidad entre países de las medidas utilizadas para calcular el PIB a precios constantes exigen el uso del método de índices encadenados en las cuentas nacionales anuales. Casi todos los países de la UE han optado por aplicar esta metodología en las cuentas nacionales trimestrales, por razones de consistencia. Para medir el crecimiento del PIB y de sus componentes, se ha de eliminar el efecto de las variaciones de precios. A este fin, la mayor parte de los países de la UE ha venido utilizando una estructura de ponderaciones fijas, que se actualizaba cada cinco años. Desde el año 2005, las ponderaciones se actualizarán

1 Para más información, véase el sitio web de Eurostat.

2 Decisión de la Comisión de 30 de noviembre de 1998 (98/715/CE), por la que se clarifica el anexo A del Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad sobre los principios de medición de los precios y los volúmenes.

anualmente, utilizando valores calculados a precios del año anterior, y los resultados obtenidos con estas ponderaciones se encadenarán posteriormente. La introducción de esta metodología mejora la precisión de la medición del crecimiento en volumen de las magnitudes. Si se emplean ponderaciones fijas durante un período prolongado, se vuelven menos relevantes con el tiempo (por ejemplo, el porcentaje de ordenadores en la inversión correspondiente a 1995 resulta obsoleto cuando se calcula el crecimiento de la formación de capital fijo para el 2004). El método de índices encadenados mejora también la comparabilidad con las estadísticas de Estados Unidos, que desde los años noventa utilizan una metodología similar, así como dentro de la Unión Europea, ya que algunos de los países de la UE han venido usando índices encadenados en el cálculo de sus series desde hace algún tiempo.

Además, se ha regulado que en el año 2005 los institutos nacionales de estadística (INE) cambien la manera de calcular y asignar la producción de los intermediarios financieros<sup>3</sup>. En gran medida, esta producción se determina mediante una producción imputada. Con el tratamiento actual, la producción de SIFMI se calcula como la diferencia entre los intereses recibidos y los intereses pagados y se registra como consumo intermedio de una rama (o sector) de actividad en términos nominales. Por lo tanto, los SIFMI no repercutían en el nivel del PIB. Con el nuevo tratamiento, el valor añadido por rama de actividad cambiará por la asignación de parte de los SIFMI al consumo intermedio, y el PIB se modificará por la asignación de parte de los SIFMI al consumo final y a las exportaciones.

También se exige a los INE que implanten nuevos métodos para calcular la producción de las Administraciones Públicas<sup>4</sup>, por ejemplo en el campo de la educación, sustituyendo las estimaciones actuales del producto, obtenidas mediante la deflación de la suma de los costes de producir esos servicios públicos, por medidas directas del crecimiento del producto en términos de volumen. Además, los INE de la mayor parte de los Estados miembros proyectan llevar a cabo una revisión de las referencias utilizadas en sus cuentas anuales durante el 2005 o el 2006. Esta revisión es necesaria para ajustar los datos de contabilidad nacional a las nuevas fuentes de datos, algunas de las cuales sólo están disponibles a intervalos de varios años (generalmente, de cinco años).

Los Estados miembros introducirán progresivamente este cambio en sus cuentas nacionales, hasta finales del 2006. Por este motivo, la comparabilidad entre países será menor durante un período transitorio. Eurostat tiene la intención de empezar a presentar el 30 de noviembre de 2005 las mediciones del crecimiento en volumen con índices encadenados de los agregados europeos anuales y trimestrales, en la primera estimación regular correspondiente al tercer trimestre del 2005, cuando se tenga una cobertura suficiente de las cuentas nacionales y trimestrales de los Estados miembros. En la misma estimación, Eurostat piensa llevar a cabo la nueva asignación de los SIFMI en los agregados europeos anuales y trimestrales. Antes de esa fecha, los SIFMI no cambiarán su asignación en los agregados europeos, y, por tanto, estos agregados no serán plenamente compatibles con los datos publicados por los Estados miembros (que en algunos casos ya incluyen la nueva asignación de los SIFMI).

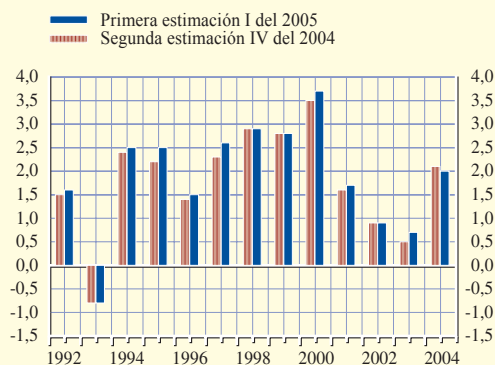
Sin embargo, las estimaciones para la zona del euro anteriores al 30 de noviembre de 2005 sí incluirán el efecto de las revisiones debidas a la introducción del método de índices encadenados en las

3 Reglamento (CE) n° 1889/2002 de la Comisión de 23 de octubre de 2002 sobre la aplicación del Reglamento (CE) n° 448/98 del Consejo, por el que se completa y modifica el Reglamento (CE) n° 2223/96 en lo que respecta a la asignación de los servicios de intermediación financieros medidos indirectamente (SIFMI) en el sistema europeo de cuentas nacionales y regionales (SEC).

4 Decisión de la Comisión de 17 de diciembre de 2002 (2002/990/CE), por la que se clarifica el anexo A del Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo, en lo que se refiere a los principios para la medición de los precios y los volúmenes en las cuentas nacionales.

**Gráfico A Crecimiento anual del PIB de la zona del euro, en términos de volumen**

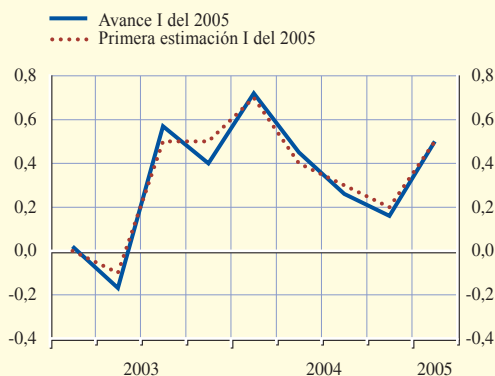
(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico B Crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro, en términos de volumen**

(en porcentaje, desestacionalizado)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

series de algunas cuentas nacionales de los Estados miembros, así como el impacto de las revisiones de las referencias y otros cambios. Por ejemplo, la primera estimación de Eurostat para el primer trimestre del 2005 (publicada el 1 de junio del 2005) incluye el efecto de introducir esta metodología y unas nuevas mediciones del producto de las Administraciones Públicas en las cuentas nacionales trimestrales de Alemania y de España. También incluye el efecto de la revisión de la referencia en Alemania, Francia y España.

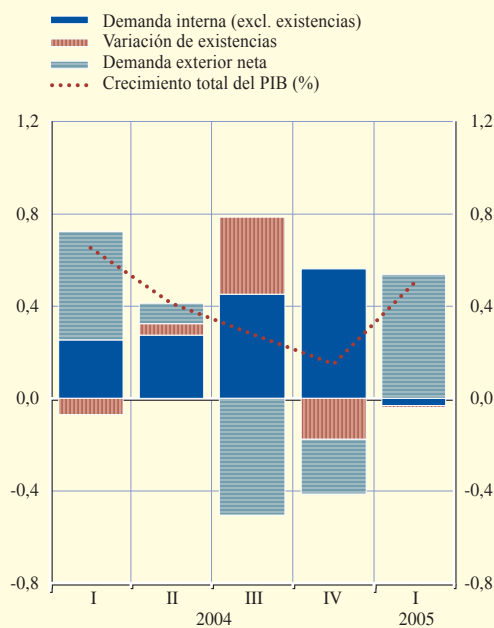
El gráfico A muestra las revisiones del crecimiento anual del PIB en términos de volumen, frente a la segunda estimación para el cuarto trimestre del 2004. Estas revisiones fluctúan entre -0,1 puntos porcentuales en el 2004 y +0,3 puntos porcentuales en 1997, mientras que las revisiones medias para el período 1992-2004 son de +0,1 puntos porcentuales. La revisión media del crecimiento del PIB en términos de volumen para Alemania y Francia es de 0,2 puntos porcentuales, y de 0,5 puntos porcentuales en España (en este caso, los datos revisados sólo se han publicado para el año 2000 en adelante). El perfil del crecimiento del PIB ajustado, trimestralmente, de estacionalidad y de días laborables se ha revisado ligeramente, manteniéndose sin cambios las cifras de los tres últimos trimestres (véase gráfico B).

Las revisiones del crecimiento anual en volumen de los componentes del PIB varían significativamente. Para el período 2001-2004, son más pronunciadas en el crecimiento del consumo público (-0,3 puntos porcentuales) y de la formación bruta de capital fijo (+0,3 puntos porcentuales). Entre los componentes del valor añadido, las revisiones efectuadas para el período 2001-2004 son más significativas en el crecimiento de la construcción (+0,7 puntos porcentuales), del comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones (-0,4 puntos porcentuales.) y de la intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales (+0,3 puntos porcentuales).

La contabilidad nacional de la zona del euro será objeto de nuevas revisiones cuando los Estados miembros introduzcan mejoras similares en sus cuentas nacionales durante los próximos meses.

### Gráfico 36 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En cuanto al detalle del gasto, la contribución de la demanda interna se redujo en el primer trimestre del 2005 frente a la del trimestre precedente, debido, sobre todo, a una desaceleración del crecimiento del consumo privado y a un descenso de la inversión. El crecimiento del gasto en consumo se mantiene, sin embargo, en niveles similares a los registrados en el tercer trimestre del 2004, tras haber permanecido prácticamente estancado en el segundo trimestre. En lo que se refiere a la inversión, el descenso puede ser atribuible, en parte, a factores transitorios que afectan a la construcción, si bien se estima que el crecimiento de la inversión en maquinaria ha seguido siendo positivo. El crecimiento de las exportaciones mantuvo su debilidad. Con todo, como las importaciones también disminuyeron significativamente, la demanda exterior neta tuvo una contribución sustancialmente positiva, después de haber moderado considerablemente el crecimiento en el segundo semestre del 2004 (véase recuadro 7). Por último, en línea con la debilidad de las importaciones, la contribución de las existencias al crecimiento fue nula, tras un aportación negativa en el último trimestre del 2004 y un incremento en el tercer trimestre.

En general, la composición del crecimiento del PIB real en el primer trimestre no muestra una generalización del crecimiento económico. Un fortalecimiento sostenido exigiría una mayor contribución de la demanda interna.

### Recuadro 7

#### EVALUACIÓN DEL RECIENTE IMPULSO PROCEDENTE DEL SECTOR EXTERIOR EN LA ACTIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

Para evaluar la solidez del impulso exterior en una economía, se utilizan habitualmente dos medidas: las exportaciones y la demanda exterior neta (es decir, la diferencia entre exportaciones e importaciones). En este recuadro se muestra que estos dos conceptos aportan información diferente, que, en ocasiones, puede ser contradictoria. Si bien la demanda exterior neta presenta la ventaja de reflejar la renta disponible en la economía interna que procede de los flujos comerciales, puede subestimar la medida en que la evolución exterior genera actividad en la economía a través de la creación de una renta adicional. Esto es especialmente importante para el análisis de la evolución de la zona del euro en este preciso momento. Si para el año 2004 se considerara solamente la demanda exterior neta, se infravaloraría el estímulo que supone el sector exterior para la actividad.

Las exportaciones y la demanda exterior neta aparecen en la identidad contable en la que son equivalentes la oferta total (PIB más importaciones) y la demanda total (consumo, tanto de los hogares como público, inversión fija y en existencias, y exportaciones):



$$\begin{aligned} \text{Oferta total} &= \text{Demanda total} \\ \text{PIB} + \text{importaciones} &= \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Exportaciones} \end{aligned} \quad (1)$$

De esta identidad, se obtiene el PIB de la siguiente manera:

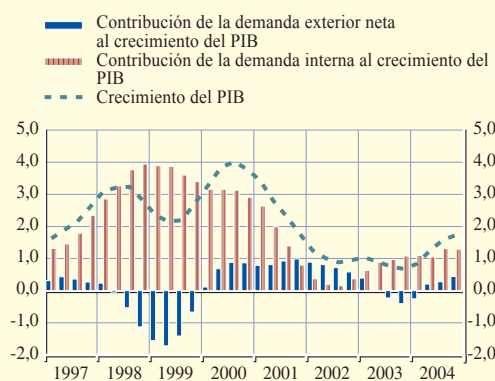
$$\begin{aligned} \text{PIB} &= \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Exportaciones-Importaciones} \\ \text{o PIB} &= \text{Consumo} + \text{Inversión} + \text{Demanda exterior neta} \end{aligned} \quad (2)$$

La identidad (2) presenta una desagregación contable de las fuentes de renta (PIB) disponibles en último término en la economía interna, siendo la demanda exterior neta una medida de la renta procedente del comercio exterior. En el caso de la zona del euro, puesto que los datos de exportaciones y de importaciones de las cuentas nacionales incluyen el comercio entre países de la zona del euro, la medida de la demanda exterior tiene la ventaja de reflejar sólo las operaciones con el resto del mundo. Sin embargo, la identidad (2) no es adecuada para proporcionar una representación económica de cómo se generan la renta y la actividad. A este respecto, la identidad (1) es más útil, ya que separa la demanda de la oferta. Por ejemplo, un incremento paralelo de las exportaciones y de las importaciones dejaría inalterados los lados derecho e izquierdo de la segunda identidad, mientras que la primera identidad registraría un aumento tanto en la demanda total como en la oferta total. En la identidad (2), la contribución de la demanda exterior neta no sugeriría que el crecimiento de las exportaciones hubiera generado un valor añadido adicional. En cambio, en la identidad (1) aparecería claramente el aumento del porcentaje de las exportaciones en la demanda total, sugiriendo que el sector exterior estaba realizando una contribución positiva a la demanda total.

Al considerar la renta neta generada en la economía por el sector exterior, la medida de las exportaciones tiene el problema de que no refleja las importaciones inducidas por el aumento de las exportaciones, que –por ellas mismas– reducen la renta neta. Esto constituye una importante limitación, pues es probable que la internacionalización de los procesos de producción haya llevado a un incremento del contenido de importaciones de las exportaciones de la zona del euro. Para un crecimiento dado

**Gráfico A Contribuciones de la demanda exterior neta y de la demanda interna de la zona del euro al crecimiento del PIB**

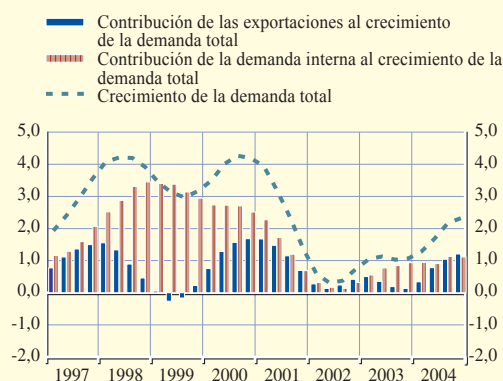
(tasas de crecimiento de la media móvil de cuatro trimestres y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los flujos comerciales se refieren sólo al comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro. Los bienes representan en torno al 80% de este comercio.

**Gráfico B Contribuciones de las exportaciones y de la demanda interna de la zona del euro al crecimiento de la demanda total**

(tasas de crecimiento de la media móvil de cuatro trimestres y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los flujos comerciales se refieren sólo al comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro. Los bienes representan en torno al 80% de este comercio.

de las exportaciones, el aumento correspondiente de las importaciones es, por lo tanto, mayor que en el pasado, lo que reduce la renta neta restante en la zona del euro. La medida de la demanda exterior neta no tiene este problema, ya que tiene en cuenta la subida del contenido de importaciones de las exportaciones. No obstante, esta medida tiene la desventaja de que también incluye las importaciones generadas por perturbaciones autónomas de la demanda interna.

Estas consideraciones son especialmente relevantes para el análisis de los últimos acontecimientos. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 2004 fue positiva, pero no particularmente importante, 0,4 puntos porcentuales para el conjunto del año (véase gráfico A). Según la identidad (2), durante este período el crecimiento del PIB real parece haberse visto impulsado por la demanda interior. Sin embargo, la desagregación de la demanda total de la zona del euro en demanda interna y demanda exterior muestra que las exportaciones fueron un componente importante de la demanda total el año pasado (véase gráfico B). La contribución de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro a la demanda total fue de un punto porcentual, cifra significativamente superior a la contribución de 0,3 y 0,1 puntos porcentuales de los años 2002 y 2003, respectivamente. La contribución de las exportaciones de bienes a países fuera de la zona del euro fue aproximadamente igual a la del resto de la demanda, a pesar de que su peso en la demanda total es mucho menor. Así pues, si se considera la evolución de acuerdo con la línea de identidad (1), la significativa contribución del impulso exterior a la actividad durante el año 2004 es más aparente.

Ambas identidades están sujetas a salvedades que afectan a todas las representaciones contables estáticas. En concreto, no permiten la cuantificación de qué parte de la demanda final se ha visto inducida por el aumento de las exportaciones. Normalmente se emplean para este fin simulaciones que utilizan modelos macroeconómicos. Por lo general, tales simulaciones muestran que la demanda interior inducida es significativa y que aumenta con el tiempo, posiblemente llegando a ser mayor que el efecto de la demanda exterior neta.

En resumen, si bien tanto la demanda exterior neta como las exportaciones son medidas de la actividad útiles, hay que tener en cuenta que, en algunas circunstancias, la primera puede subestimar el impulso procedente del sector exterior. Además, ninguna de las medidas permiten la identificación de los contagios del sector exterior al sector interno de la economía, que, según los modelos macroeconómicos, son significativos. Este hecho es especialmente importante para el análisis de la evolución actual, que sugiere que el sector exterior ha contribuido de forma importante a la recuperación que comenzó a mediados del 2003.

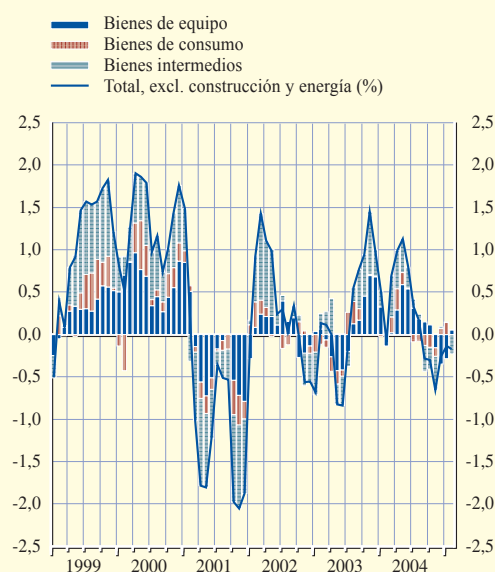
#### **PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**

En términos de la composición del crecimiento por sectores, el aumento del valor añadido total en el primer trimestre del 2005 es resultado de una favorable evolución del valor añadido de la industria, excluida la construcción, y de un mayor crecimiento de los servicios de mercado. En cambio, el valor añadido cayó de forma acusada en la construcción y se redujo en menor medida en los servicios no de mercado.

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) disminuyó en marzo, en relación con el mes anterior, tras el descenso experimentado en febrero. En el primer trimestre en su conjunto, se registró un ligero descenso con respecto al último trimestre del año precedente. Este resultado contrasta con la evolución del valor añadido en la industria, que presenta un panorama positivo para la actividad industrial.

**Gráfico 37 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

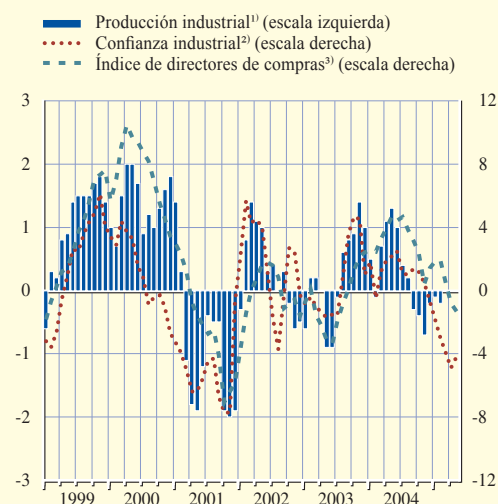


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 38 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research 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.

Es difícil reconciliar esta discrepancia, pues los datos de producción industrial parecen confirmar los datos procedentes de las encuestas y la evolución de la inversión y de las importaciones, mientras que los datos del valor añadido en la industria están en consonancia con el alza moderada de las exportaciones.

La reducción de la producción industrial en el primer trimestre se concentró en los bienes intermedios, mientras que la producción de bienes de equipo se recuperó y la producción de bienes de consumo se mantuvo sin cambios (véase gráfico 37). El aumento de la producción de los bienes de equipo, aunque moderado, es posterior al descenso observado en el último trimestre del 2004. Por lo que respecta a la producción de bienes de consumo, el crecimiento nulo del primer trimestre contrasta con la disminución registrada, en promedio, en el segundo semestre del 2004. Esta leve mejora parece haberse producido tanto en los bienes de consumo duradero como en los bienes de consumo no duradero.

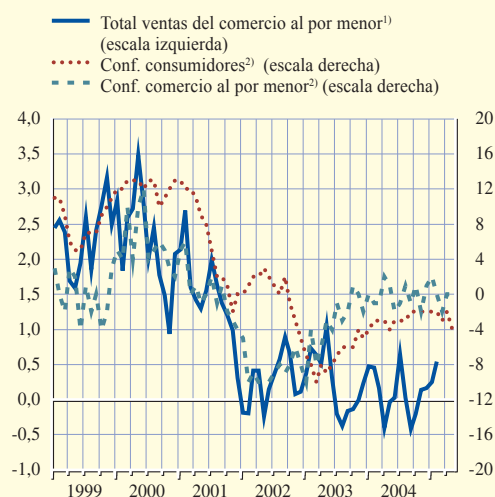
La falta de dinamismo de la producción industrial se ve confirmada por la más reciente evolución del valor de los nuevos pedidos en las manufacturas, que volvieron a descender en marzo del 2005, aunque en menor medida que en el mes anterior. En el primer trimestre, el mayor descenso de los pedidos se produjo en el textil y en los productos de cuero, así como en el material de transporte.

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

Los datos de las encuestas relativos a la industria y a los servicios apuntan a un crecimiento sostenido, pero moderado, a comienzos del segundo trimestre del 2005. En lo que se refiere a la industrial, el índice de directores de compras y el indicador de confianza de la Comisión Europea sugieren que la situación puede haberse deteriorado en el segundo trimestre del año, en comparación con el primero (véase gráfico 38). De

### Gráfico 39 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

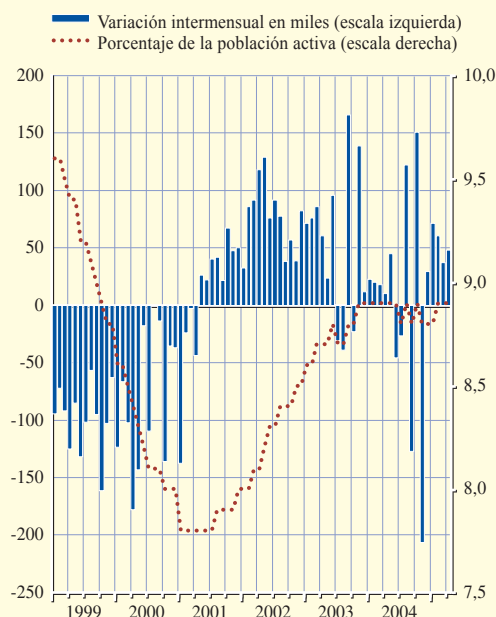
(datos mensuales)



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 40 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
 Nota: La importante reducción observada en el desempleo en abril del 2004 se debió a una ruptura en las series de desempleo de la zona del euro a comienzos del 2004, que se corregirá en el futuro.

hecho, en abril el índice de directores de compras cayó por debajo del nivel de 50 por vez primera desde agosto del 2003, y siguió empeorando en mayo, lo que indicaría un descenso de la actividad industrial. En correspondencia con lo anterior, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea disminuyó en mayo por sexto mes consecutivo, hasta situarse en niveles no observados desde mediados del 2003.

En los servicios, los indicadores de confianza presentan señales dispares, pero apuntan a un ligero debilitamiento del ritmo de la actividad a comienzos del segundo trimestre del 2005, aunque menor que en la industria. Por una parte, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea fue más bajo, en promedio, en abril y mayo del 2005, que en el primer trimestre. Por otra parte, el índice de directores de compras para los servicios apenas registró cambios en abril, en comparación con el primer trimestre del 2005, lo que indica un crecimiento sostenido.

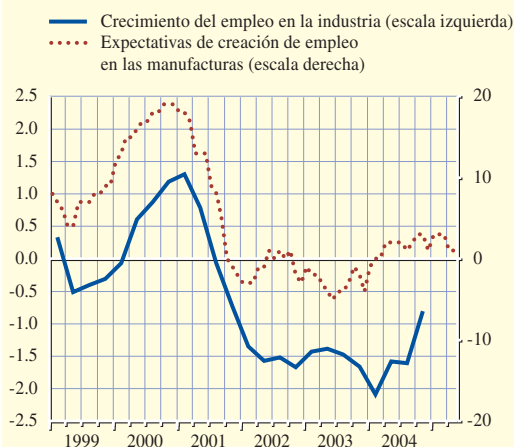
En resumen, dado que los servicios tienen un peso relativo mayor que la industria en la economía de la zona del euro, las señales procedentes de las encuestas son acordes con un crecimiento sostenido, pero moderado, en el corto plazo.

### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores del gasto de los hogares sugieren que es probable que el consumo privado siga creciendo de forma moderada en el segundo trimestre del 2005. Entre los meses de enero y marzo, las ventas del comercio al por menor se incrementaron a un ritmo ligeramente más rápido que la media del cuarto trimestre del 2004 (véase gráfico 39). Se espera que este ritmo de crecimiento continúe en el segundo trimestre. Además, se prevé que las matriculaciones de automóviles, que aumentaron en torno a un 1% en

**Gráfico 41 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

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



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

abril, contribuyan positivamente al crecimiento del consumo en el segundo trimestre.

En cambio, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea empeoró en mayo, tras haberse mantenido, en general, estable desde el último trimestre del 2004, en un nivel levemente por debajo de su media a largo plazo. Esta evolución podría ser atribuible a la persistente debilidad del mercado de trabajo, así como a la incertidumbre relacionada con la reforma de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones.

#### 4.2 MERCADO DE TRABAJO

*Las cifras de empleo disponibles apuntan a la continuidad en la creación neta de puestos de trabajo en el primer trimestre del 2005, en comparación con el segundo semestre del 2004. Los últimos datos de desempleo, así como los procedentes de las encuestas, confirman que en el segundo trimestre del 2005 las condiciones del mercado de trabajo se mantienen prácticamente inalteradas.*

#### DESEMPLEO

Se estima que la tasa de paro normalizada de la zona del euro ha sido del 8,9% en abril, sin cambios con respecto al mes anterior (véase gráfico 40). No obstante, el número de desempleados se incrementó en 48.000 personas, aproximadamente, en abril, cifra ligeramente superior que la del mes precedente. Este crecimiento, acorde con la media registrada en el primer trimestre, parece confirmar que la moderada mejora registrada en el segundo semestre del 2004 se interrumpió a comienzos del 2005.

#### EMPLEO

El empleo aumentó un 0,2% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre del 2004, lo mismo que en el trimestre anterior, como consecuencia de la favorable evolución observada en los servicios, sobre todo en los financieros y empresariales, mientras que la trayectoria de la industria mantuvo una relativa moderación (véase cuadro 8). Los datos nacionales disponibles sugieren el mantenimiento del crecimiento en el primer trimestre del año. La evolución del crecimiento del empleo en los últimos trimestres indica que el mercado de trabajo se ha estabilizado, tras la mejora gradual observada en el primer semestre del 2004. Este hecho es atribuible, en parte, a la moderación del ritmo de actividad económica.

## Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

De cara al futuro, las expectativas de creación de empleo apenas han experimentado cambios en los últimos meses y siguen mostrando un crecimiento del empleo moderado, pero sostenido (véase gráfico 41). En la industria, el índice de directores de compras para el empleo y las expectativas de creación de empleo de la encuesta de la Comisión Europea empeoraron en mayo del 2005, en comparación con el mes anterior y con la media del primer trimestre. La encuesta de la Comisión Europea señala un pequeño descenso en las expectativas de empleo en los servicios y una ligera mejora en el comercio al por menor. La información disponible hasta abril procedente de índice de directores de compras para el empleo en los servicios apunta a una estabilización de la situación.

En resumen, la información disponible no muestra ninguna nueva mejora en las condiciones del mercado de trabajo en el primer semestre del 2005

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La moderación de la actividad económica observada desde mediados del 2004 puede atribuirse, en parte, a la subida de los precios del petróleo. Aunque el crecimiento del PIB real se elevó de nuevo en el primer trimestre del 2005, tras la moderación registrada en el segundo semestre del 2004, esto se debió, en cierta medida, a los efectos estadísticos relacionados con el ajuste por el número de días laborables. Además, las últimas encuestas apuntan a una nueva desaceleración de la actividad en el segundo trimestre del 2005.

No obstante, de cara al futuro, hay margen para que sean los factores fundamentales positivos los que determinen de nuevo las perspectivas económicas, siempre que reduzcan gradualmente los efectos negativos. De hecho, se siguen dando las condiciones para una recuperación moderada de la actividad económica en el segundo semestre de este año (véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»). En la vertiente exterior, se espera que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, las condiciones de financiación muy favorables y la mejora de los beneficios empresariales deberían sostener la inversión, y el consumo privado debería aumentar prácticamente en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible. No obstante, la persistencia de los elevados precios del petróleo, y los desequilibrios mundiales podrían suponer riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento económico.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las previsiones de primavera de la Comisión Europea sugieren que se conseguirán escasos avances en la reducción de los desequilibrios presupuestarios en el 2005 y 2006. Unas ratios medias de déficit prácticamente estables reflejan una orientación ligeramente más restrictiva de la política fiscal de la zona del euro, ante una previsión de recuperación del crecimiento económico hasta un nivel cercano a la tendencia en el 2006. Una continuada contención del gasto compensará con creces los nuevos recortes impositivos, mientras que las medidas transitorias de ajuste seguirán desempeñando un papel importante, aunque decreciente. Las previsiones indican que el ajuste presupuestario es insuficiente y que cinco países de la zona del euro registrarán déficit superiores al 3% del PIB en el 2005 y/o 2006. Las medidas de saneamiento, especialmente en los países que alcanzan o superan el límite del 3%, habrán de intensificarse en un marco de reformas globales.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LOS AÑOS 2005 Y 2006

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro continúan siendo motivo de preocupación. Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, en el 2005 y 2006 la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se mantendrá prácticamente sin cambios, en el 2,6% y el 2,7% del PIB, respectivamente (véase cuadro 9). Cabe esperar que persistan, o incluso que se acentúen, los elevados desequilibrios presupuestarios que presentan algunos países. Se prevé que Alemania, Grecia, Italia y Portugal registren ratios de déficit superiores al 3% del PIB en el 2005, y que Grecia, Francia, Italia y Portugal sobrepasen este valor de referencia en el 2006. Menos de la mitad de los países de la zona del euro alcanzarán, probablemente, situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit a finales del horizonte temporal de las predicciones.

**Cuadro 9** Previsiones de evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Previsiones económicas, Comisión Europea, primavera del 2005</b>						
a. Ingresos totales	46,5	46,1	46,3	45,7	45,6	45,4
b. Gastos totales	48,3	48,6	49,1	48,5	48,2	48,0
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	4,0	3,7	3,5	3,3	3,3	3,3
d. Gasto primario (b-c)	44,3	44,9	45,6	45,2	45,0	44,8
Saldo presupuestario (a-b)	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	-2,6	-2,7
Saldo presupuestario primario (a-d)	2,2	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,4	-2,6	-2,4	-2,4	-2,1	-2,2
Deuda bruta	69,4	69,5	70,8	71,3	71,7	71,9
Pro memoria: PIB real (tasas de variación interanual)	1,6	0,9	0,6	2,0	1,6	2,1
<b>Programas de estabilidad, cálculos del BCE basados en los programas de estabilidad actualizados de los países miembros y en cifras de la Comisión Europea, mayo del 2005<sup>1)</sup></b>						
Saldo presupuestario			-2,7	-2,8	-2,3	-1,8
Saldo presupuestario primario			0,7	0,6	1,0	1,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo				-2,2	-1,8	-1,4
Deuda bruta			70,7	71,1	70,6	69,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación interanual)			0,6	2,1	2,3	2,4

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados para 2004-2005, y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Movil). Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Para Portugal, datos acordes con el programa de estabilidad actualizado de diciembre del 2004.

Las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea muestran desviaciones significativas con respecto a los objetivos más optimistas incluidos en los últimos programas de estabilidad presentados por los Estados miembros a finales del 2004 y comienzos del 2005. Las ratios de déficit de la zona del euro previstas por la Comisión para los años 2005 y 2006 se sitúan, respectivamente, 0,3 y 0,9 puntos porcentuales del PIB por encima de los objetivos medios de déficit fijados en los últimos programas de estabilidad. Las desviaciones se apartan de los objetivos de la mayoría de los países, especialmente de los que registran importantes desequilibrios presupuestarios. Para dos países, más que avances en el saneamiento la Comisión prevé una orientación menos restrictiva de la política fiscal. Estas previsiones presupuestarias menos favorables no obedecen únicamente a los supuestos macroeconómicos más conservadores utilizados, sino que reflejan también la adopción de medidas presupuestarias menos ambiciosas y específicas de lo requerido para alcanzar los objetivos de saneamiento y sustituir a las medidas de carácter transitorio aplicadas previamente.

Las previsiones de la Comisión están sujetas a varios riesgos, que podrían dar lugar a resultados presupuestarios peores de lo previsto. Todavía no han sido validadas por Eurostat las cuentas de las Administraciones Públicas de algunos países, como Grecia, Portugal e Italia. En el caso de este último país, la ratio de déficit ha sido revisada al alza y supera el valor de referencia del 3% para el 2001, 2003 y 2004, tras las decisiones adoptadas por Eurostat y por el Instituto Nacional de Estadística italiano en relación con algunas cuestiones estadísticas. En los tres países mencionados, las revisiones al alza del déficit para el 2004 podrían tener un efecto de base negativo en los resultados del 2005. La información más reciente procedente de los gobiernos nacionales acrecienta también la incertidumbre general sobre la evolución de las finanzas públicas. El gobierno portugués acaba de presentar al parlamento un programa de estabilidad revisado que apunta a una evolución de las finanzas públicas en el 2005 y años sucesivos sustancialmente menos favorable de lo previsto inicialmente. En el marco del programa revisado y sin medidas adicionales, se espera que la ratio de déficit de Portugal no descienda por debajo del valor de referencia del 3% antes del 2008. Por otro lado, en Italia las nuevas estimaciones para el 2005 sugieren que la situación presupuestaria empeorará notablemente con respecto a las previsiones iniciales, como consecuencia, en parte, de un menor crecimiento económico.

Se prevé que la ratio de deuda pública de la zona del euro en su conjunto aumente en el 2005 y 2006. En este período, las ratios de deuda de siete países superarán el 60% del PIB, y en varios de ellos se observará una continua tendencia al alza. Sólo en Bélgica se espera que la ratio de deuda muestre una clara tendencia a la baja.

#### **FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA**

Cabe esperar que las políticas fiscales de los países miembros de la zona del euro mantengan prácticamente estable el saldo presupuestario de la zona en el horizonte de las predicciones, lo que supone escasos cambios en el gasto por intereses y en el saldo primario (véanse gráficos 42a y b). En un contexto de crecimiento ligeramente inferior al crecimiento potencial en el 2005 y cercano al mismo en el 2006, se prevé una orientación de la política fiscal de la zona del euro ligeramente más restrictiva en el 2005 y generalmente neutral en el 2006. Para el período de dos años considerado, las medidas de saneamiento, que se reflejan en la variación del saldo primario ajustado de ciclo, compensarán en general un ligero impacto negativo de los factores cíclicos (véase gráfico 42c).

La orientación más restrictiva de la política fiscal prevista para el 2005 se basa en el ahorro en el gasto primario, medido por la variación del gasto primario ajustado de ciclo (véase gráfico 42d), mientras que los ingresos ajustados de ciclo se mantendrán estables. Por otro lado, la orientación generalmente neutral esperada para el 2006 se sustenta en recortes de los impuestos y de los gastos de similar magnitud.



En el ámbito de la zona del euro, la ratio media de ingresos ajustada de ciclo disminuirá 0,3 puntos porcentuales en el período 2005-2006, como consecuencia, principalmente, de la reducción de los ingresos de capital, incrementados en años anteriores por unos abultados ingresos extraordinarios, registrados especialmente en algunos países. Se prevé que las nuevas medidas destinadas a reducir los impuestos directos y las cotizaciones sociales se vean compensadas, en parte, por el aumento de los impuestos indirectos, la ampliación de la base impositiva y varias medidas administrativas encaminadas a prevenir el fraude y la elusión fiscal, a fin de que los ingresos corrientes desciendan sólo ligeramente en la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, al nivel nacional el panorama es más heterogéneo y se espera incluso una elevación de los ingresos en algunos países.

Se estima que la ratio media de gasto primario ajustada de ciclo descenderá 0,4 puntos porcentuales en el período 2005-2006, como resultado, en gran medida, de la disminución del consumo público (moderación salarial y reducción del empleo en el sector público) y de las prestaciones sociales (impacto esperado de las reformas de las pensiones y de la seguridad social en algunos Estados miembros). Además, se prevé que las prestaciones sociales y, en particular, los desembolsos relacionados con el desempleo crezcan en el 2005 y 2006 a unos ritmos inferiores a los registrados en los últimos años.

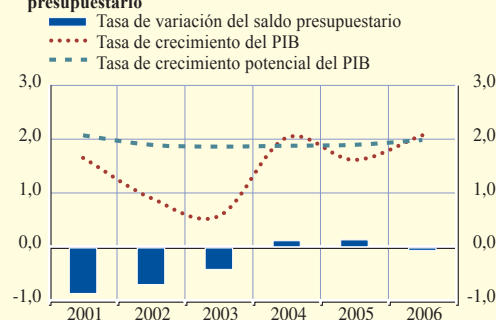
### PRINCIPALES DESAFÍOS PARA LAS POLÍTICAS FISCALES

El principal desafío para las finanzas públicas sigue siendo la necesidad de realizar avances sustanciales en el saneamiento presupuestario, a fin de lograr unas finanzas públicas sólidas y sostenibles en la zona del euro en su conjunto y en todos sus países miembros. Desde la perspectiva de la zona del euro es motivo de preocupación la previsión de un déficit agregado que se mantiene prácticamente sin cambios en un nivel cercano al 3% del PIB y que impide una reducción satisfactoria de la ratio media de deuda pública en un período de crecimiento cercano a la tendencia.

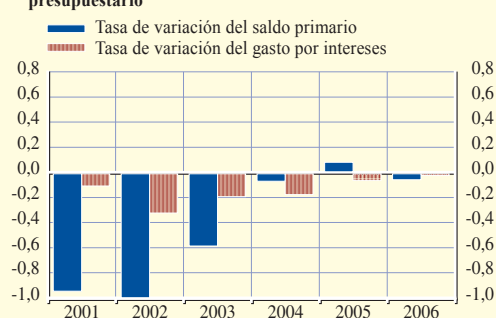
**Gráfico 42 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro**

(en puntos porcentuales del PIB, tasas de variación)

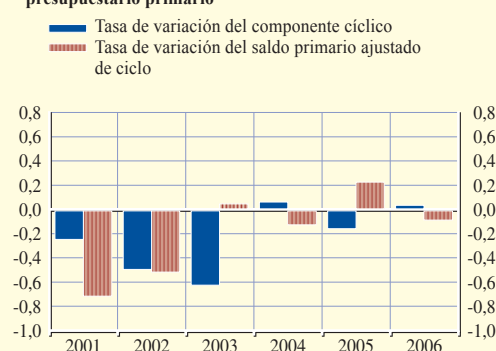
**a) Crecimiento del PIB y tasa de variación interanual del saldo presupuestario**



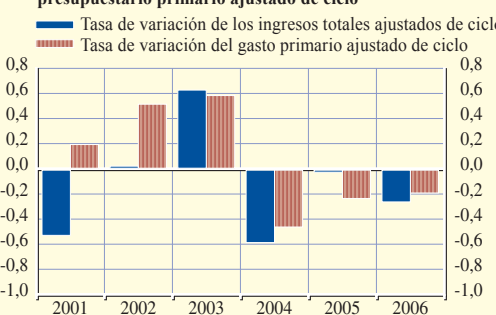
**b) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario**



**c) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario**



**d) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo**



Fuentes: Comisión Europea, primavera del 2005 y cálculos del BCE.

La evolución de la zona del euro apunta a deficiencias significativas en las estrategias de los países miembros. Las previsiones no sólo evidencian que la mayor desviación con respecto a los programas de estabilidad se produce en los países que registran importantes desequilibrios, sino que señalan, además, una clara divergencia en la orientación de la política fiscal entre los distintos países.

A la luz de estos hechos, es fundamental recordar los principios en los que deben basarse las estrategias fiscales de todos los países de la zona del euro. En cumplimiento de sus compromisos, los países que registren un déficit excesivo deberán llevar a cabo planes presupuestarios que reduzcan el déficit por debajo del 3% del PIB en el menor tiempo posible, y habrán de evitar volver a superar este límite. Por el contrario, las previsiones de la Comisión sugieren avances insuficientes (o inexistentes) en la reducción de los desequilibrios presupuestarios en todos esos países. Según estas previsiones, solamente Francia adoptará suficientes medidas de ajuste para situar su déficit por debajo del 3% en el 2005. Sin embargo, cabe esperar que una orientación menos restrictiva de la política fiscal lleve a incumplir nuevamente este límite en el 2006. Alemania realizará ajustes de forma continuada, aunque no serán suficientes para corregir el déficit excesivo dentro del año 2005. En estos dos países, en el 2005 se aplicarán, principalmente, medidas de ajuste transitorias. Grecia se ha comprometido a reducir su déficit por debajo del 3% del PIB, a más tardar, en el 2006. Una vez ajustada del impacto de las nuevas medidas ya adoptadas por Grecia en el 2005, la previsión de la Comisión respecto a la evolución de las finanzas públicas muestra un saneamiento significativo. Sin embargo, las medidas adoptadas son aún insuficientes para situar firmemente el déficit por debajo del límite en el 2006. Se prevé que los otros dos países que registraron déficit superiores o próximos al 3% del PIB en el 2004 (Italia y Portugal) adopten políticas fiscales menos restrictivas y que incurran en déficit muy superiores al 3% en el período de las predicciones, ya que el saneamiento presupuestario previsto no es suficiente para compensar la eliminación de las medidas transitorias y una evolución presupuestaria negativa en otros aspectos.

Algunos de los países de la zona del euro no han alcanzado todavía una situación presupuestaria saneada, aunque no corren un riesgo inminente de incumplir el límite del 3%. Estos países deberían adoptar medidas lo suficientemente ambiciosas como para efectuar una corrección anual, ajustada de ciclo y excluidas las medidas transitorias, que no sea inferior al 0,5% del PIB, a fin de lograr situaciones presupuestarias saneadas en el medio plazo. Una estrategia fiscal adecuada debería permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, siempre que se eviten los déficit excesivos.

Otros países de la zona conservarán unas situaciones presupuestarias saneadas. Los Países Bajos, que registraban un déficit excesivo, alcanzarán una situación saneada en breve tiempo. Dejando de lado los desafíos a largo plazo para la sostenibilidad de sus finanzas públicas, que habrían de abordarse sin demora, estos países deberían mantener una orientación neutral de su política fiscal, permitiendo que funcionen los estabilizadores automáticos. No existen argumentos convincentes a favor de políticas fiscales expansionistas.

Los importantes desequilibrios son mucho más difíciles de eliminar en un contexto de atonía económica, con una baja tasa de crecimiento tendencial. En varios países de la zona del euro, esta dificultad está relacionada con unos sistemas de beneficios fiscales que desalientan la inversión y la oferta de trabajo. Al mismo tiempo, en algunos países de la zona se reduce el gasto favorable al crecimiento, mientras que es difícil controlar las presiones a favor de gastos menos productivos.

El saneamiento presupuestario debería formar parte de medidas globales y resueltas para hacer frente, en particular, a las tendencias de gasto que menoscaban la capacidad de los gobiernos de cumplir sus compromisos en el largo plazo. Los ajustes en las políticas de gasto y en los sistemas de beneficios fiscales han de evaluarse no sólo en función del criterio de ahorrar dinero en el ejercicio económico

siguiente o de obtener ingresos impositivos adicionales en la presente coyuntura, sino con una perspectiva a medio plazo, encaminada a ofrecer los incentivos adecuados para fomentar la productividad, el empleo y el crecimiento. Unos superávits primarios más elevados, unidos a un mayor crecimiento, supondrían también ratios de deuda más reducidos y permitirían lograr unas finanzas públicas más sostenibles para hacer frente al impacto futuro del envejecimiento de la población. Una estrategia que combine reformas fiscales y estructurales incrementaría, asimismo, las expectativas de sostenibilidad de las finanzas públicas y de confianza en las perspectivas de crecimiento de todos los Estados miembros. Los efectos positivos sobre la confianza que se derivarían de ello mitigarían los efectos negativos sobre la demanda en el corto plazo.

Al mismo tiempo, es esencial aplicar los procedimientos revisados del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con rigor y prontitud. El Pacto es un marco apropiado para promover la estabilización del producto y mantener una disciplina fiscal que salvaguarde la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Los principales elementos de este marco son (i) la información estadística y los procedimientos de supervisión que propician la transparencia; (ii) la definición de sólidos objetivos de política fiscal a medio plazo y de la senda de ajuste para conseguirlos, que constituyen la base para la fijación de criterios de referencia y para la presión de los demás países; (iii) la disuasión de los déficit excesivos y, en caso necesario, la presión para inducir a su rápida corrección a través de la intensificación gradual de la perspectiva de aplicación de los procedimientos y, en última instancia, mediante la amenaza de sanciones; y (iv) claras «señales» de solidez presupuestaria dirigidas al público y a los mercados, materializadas en los valores de referencia del 3% del PIB para el déficit y del 60% del PIB para la deuda pública. Pese a las críticas sobre la relajación de las normas y la mayor discrecionalidad y complejidad, los Estados miembros y la Comisión se han comprometido a mantener la disciplina fiscal, potenciando la «titularidad» de las reglas. Ello será necesario para inducir a los países a seguir las estrategias descritas anteriormente y restaurar la credibilidad de las reglas, a fin de fomentar la disciplina presupuestaria y lograr una coordinación eficaz de las políticas fiscales.

## 6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

*A partir de los datos disponibles hasta el 20 de mayo de 2005, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará, en promedio, en un intervalo entre el 1,1% y el 1,7% en el 2005, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2006. La tasa media de variación anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará en un intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2,2% en el 2005 y entre el 0,9% y el 2,1% en el 2006.*

Las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales se mantendrán sin variación durante el período abarcado por las proyecciones, en los niveles registrados en las dos semanas previas al 17 de mayo. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 17 de mayo<sup>2</sup>, mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro. Estos últimos incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas por los bancos centrales de la zona del euro en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

### ENTORNO INTERNACIONAL

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable tanto en el 2005 como en el 2006. En Estados Unidos el crecimiento del PIB real debería mantenerse robusto, aunque registrará unas tasas ligeramente inferiores a las del 2004. Las proyecciones apuntan que el crecimiento del PIB real en Asia, excluido Japón, se mantendrá significativamente por encima de la media mundial, si bien será inferior al de los últimos años. En la mayor parte de las grandes economías, el ritmo del crecimiento continuará siendo dinámico. Por otro lado, es previsible que los países que se adhirieron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004 sigan registrando unas fuertes tasas de crecimiento.

Se estima que la tasa media de crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se situará en torno al 4,8% en el 2005 y al 4,6% en el 2006. Las proyecciones señalan que el crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro será del 8,3% en el 2005, y del 7,3% en el 2006. Al mismo tiempo, la inflación fuera de la zona del euro aumentará ligeramente por la continuada expansión mundial y como resultado del incremento de los precios de las materias primas.

### PROYECCIONES SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La estimación preliminar de Eurostat indica que el PIB real de la zona del euro correspondiente al primer trimestre de este año experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,5%, frente al 0,2% registrado en el último

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por el Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados.

2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el EURIBOR a tres meses, se mantendrán sin variación en el 2,13% durante el período que abarcan las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense continuará en 1,29 dólares por euro durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 1,4% superior a la media del 2004. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde el 3,6% registrado en promedio en el 2005, hasta un 3,8% de media en el 2006. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 5,4% en dólares estadounidenses en el 2005, y en un 1,3% en el 2006. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 50,6 dólares estadounidenses por barril en el 2005 y en 50,7 en el 2006.

trimestre del 2004. Se considera que esta mejora se debe, en parte, a los efectos estadísticos relacionados con los ajustes por días laborables y se proyecta que la tasa de crecimiento intertrimestral disminuya de nuevo en el segundo trimestre. La proyección apunta que la ralentización observada desde finales del 2004 puede atribuirse, en gran medida, a los efectos retardados de la apreciación del euro y del encarecimiento de los precios del petróleo. De cara al futuro, se parte del supuesto de que estos efectos irán desapareciendo y que la tasa de crecimiento intertrimestral volverá a situarse gradualmente en niveles próximos al 0,5%. En consecuencia, la tasa media de crecimiento anual del PIB real estimada se situará en un intervalo comprendido entre el 1,1% y el 1,7% en el 2005, y entre el 1,5% y el 2,5% en el 2006. Se espera que, en el horizonte considerado, el crecimiento de las exportaciones, dado el supuesto de crecimiento continuado de la demanda externa, siga sustentando la actividad económica, al tiempo que se producirá un fortalecimiento gradual de la demanda interna.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la tasa media de crecimiento anual del *consumo privado* proyectada se situará en un intervalo comprendido entre el 1,2% y el 1,6% en el 2005, ya que el escaso crecimiento de la renta y los elevados precios energéticos tienen un efecto moderador en el poder adquisitivo de los hogares. De acuerdo con las proyecciones, el consumo crecerá entre el 1% y el 2,2% en el 2006. La renta real disponible de los hogares se verá sustentada por el mayor crecimiento del empleo, el reducido nivel de inflación y la contribución positiva de las rentas del capital. La tasa de ahorro aumentará ligeramente durante el horizonte temporal contemplado como reflejo, en parte, de la estabilización del consumo entre periodos, de la preocupación existente acerca de la evolución de las finanzas públicas y de las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones.

Se estima que la *inversión total en capital fijo* registrará una tasa media de crecimiento anual entre el 0,5% y el 2,7% en el 2005, y entre el 1,9% y el 5,1% en el 2006. Se espera que la recuperación de la *inversión empresarial* sea más intensa, ya que debería beneficiarse de las favorables condiciones del crédito y del aumento de los beneficios empresariales. La *inversión privada en vivienda* registrará tasas de crecimiento moderadas durante el período que abarcan las proyecciones.

La tasa media de variación anual de las *exportaciones totales*, incluidos los intercambios entre los países de la zona del euro, se situará, previsiblemente, en un intervalo comprendido entre el 3,1% y el 5,9% en el 2005, y entre el 4,5% y el 7,7% en el 2006. Se espera que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro disminuyan ligeramente, como consecuencia de los efectos retardados de la pasada apreciación del euro y, en términos más generales, por el aumento de la competencia mundial. La tasa media de variación anual de las *importaciones totales* será ligeramente inferior a la de las exportaciones en el 2005 y ambas registrarán prácticamente el mismo nivel en el 2006. En conjunto, se espera una pequeña contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el período abarcado por las proyecciones.

**Cuadro 10** Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)<sup>1)</sup>

	2004	2005	2006
IAPC	2,1	1,8-2,2	0,9-2,1
PIB real	1,8	1,1-1,7	1,5-2,5
Consumo privado	1,1	1,2-1,6	1,0-2,2
Consumo público	1,3	0,4-1,4	1,1-2,1
Formación bruta de capital fijo	1,7	0,5-2,7	1,9-5,1
Exportaciones (bienes y servicios)	6,1	3,1-5,9	4,5-7,7
Importaciones (bienes y servicios)	6,1	2,6-6,0	4,4-7,8

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

Se estima que el *empleo total* se fortalecerá ligeramente a lo largo del horizonte temporal considerado. Al mismo tiempo, es previsible que la oferta de trabajo aumente como resultado de la mejora de las perspectivas de empleo y de las reformas estructurales de los mercados de trabajo en varios países de la zona del euro. En conjunto, se proyecta que la tasa de desempleo comience a descender en el 2006.

#### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación anual del IAPC se situará entre el 1,8% y el 2,2% en el 2005, y entre el 0,9% y el 2,1% en el 2006. El descenso de la inflación medida por el IAPC en el 2006 es en parte el resultado del tratamiento estadístico de una propuesta de reforma de la sanidad en los Países Bajos. Se estima que la aportación de este factor a la inflación de la zona del euro medida por el IAPC es de -0,2 puntos porcentuales.

Las proyecciones sobre los precios están asimismo condicionadas por otros factores. En primer lugar, los supuestos relativos a los precios del petróleo señalan una contribución significativa de signo positivo del componente energético a la inflación medida por el IAPC en el 2005. No obstante, en consonancia con el supuesto técnico adoptado de precios del petróleo estables, se espera que esta contribución haya desaparecido a finales del 2006. En segundo lugar, se estima que el crecimiento de la remuneración nominal por asalariado se mantendrá moderado durante el horizonte que abarcan las proyecciones. Esta proyección no sólo tiene en cuenta los acuerdos salariales en vigor y la mejora, si bien moderada, de las condiciones de los mercados de trabajo prevista, sino también la consideración de que los aumentos pasados de los precios del petróleo no producirán efectos secundarios sobre la remuneración nominal por asalariado. En tercer lugar, las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo señalan que el crecimiento de la productividad del trabajo se recuperará lentamente. Como consecuencia de la evolución de los salarios y de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios esperado se mantendrá relativamente contenido tanto en el 2005 como en el 2006. Por último, es previsible que la aportación de los precios administrados y de los impuestos indirectos a la inflación sea inferior a la de años anteriores.

#### Recuadro 8

#### COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE MARZO DEL 2005 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE

Los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real tanto para el 2005 como para el 2006 se han corregido ligeramente a la baja con respecto a las anteriores proyecciones macroeconómicas, elaboradas en marzo del 2005.

Por lo que se refiere al intervalo proyectado para el IAPC en el 2005 se mantiene dentro de los valores del intervalo de las anteriores proyecciones. El intervalo proyectado para el 2006 se ha revisado ligeramente a la baja, como reflejo en particular de la incidencia de la ya mencionada propuesta de reforma de la sanidad en los Países Bajos. En el caso de los costes laborales unitarios, las revisiones de las proyecciones son también de escasa cuantía.

#### Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

	2004	2005	2006
IAPC - Marzo 2005	2,1	1,6-2,2	1,0-2,2
IAPC - Junio 2005	2,1	1,8-2,2	0,9-2,1
PIB real - Marzo 2005	1,8	1,2-2,0	1,6-2,6
PIB real - Junio 2005	1,8	1,1-1,7	1,5-2,5

## Recuadro 9

## PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. Sin embargo, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden y difieren en cuanto a los métodos empleados para derivar los supuestos adoptados sobre las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo. Consensus Economics Forecasts y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica utilizan diversos supuestos no especificados. A diferencia de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, las demás previsiones no están normalmente condicionadas por el supuesto de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte temporal considerado.

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones relativas a la tasa de crecimiento anual del PIB de la zona del euro para el 2005 y el 2006 son muy similares. Las previsiones de que se dispone realizadas por otras instituciones coinciden en señalar que la tasa media de crecimiento anual del PIB se situará entre el 1,2% y el 1,6% en el 2005, y entre el 1,9% y el 2,3% en el 2006.

## Cuadro A Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Abr 2005	2,0	1,6	2,1
FMI	Abr 2005	2,0	1,6	2,3
OCDE	May 2005	1,8	1,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	May 2005	1,8	1,5	1,9
Encuesta a expertos en previsión económica	Abr 2005	1,8	1,6	2,0

Fuentes: Previsiones económicas de abril del 2005, de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, abril del 2005; Economic Outlook de la OCDE, n.º 77; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica. En las previsiones de la Comisión Europea y en las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI figuran tasas de crecimiento no ajustadas por el número de días laborables.

Debe tenerse en cuenta que las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están corregidas por el número de días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están corregidos por el número de días laborables. En el 2004, debido al mayor número de días laborables, la tasa media de crecimiento anual del PIB real no ajustada por el número de días laborables de la zona del euro fue en torno a un cuarto de punto porcentual superior a la tasa de crecimiento corregida por el número de días laborables.

Las previsiones señalan una tasa media de inflación anual, medida por el IAPC, entre el 1,8% y el 1,9% en el 2005, y entre el 1,3% y el 1,8% en el 2006.

#### Cuadro B Comparación entre previsiones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Abr 2005	2,1	1,9	1,5
FMI	Abr 2005	2,2	1,9	1,7
OCDE	May 2005	2,1	1,8	1,3
Consensus Economics Forecasts	May 2005	2,1	1,8	1,7
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Abr 2005	2,1	1,9	1,8

Fuentes: Previsiones económicas de abril del 2005, de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, abril del 2005; Economic Outlook, de la OCDE, n.º 77; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.



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

### 7.1 TIPOS DE CAMBIO

En mayo y en los primeros días de junio el euro se depreció en un entorno caracterizado por un fortalecimiento generalizado del dólar estadounidense.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

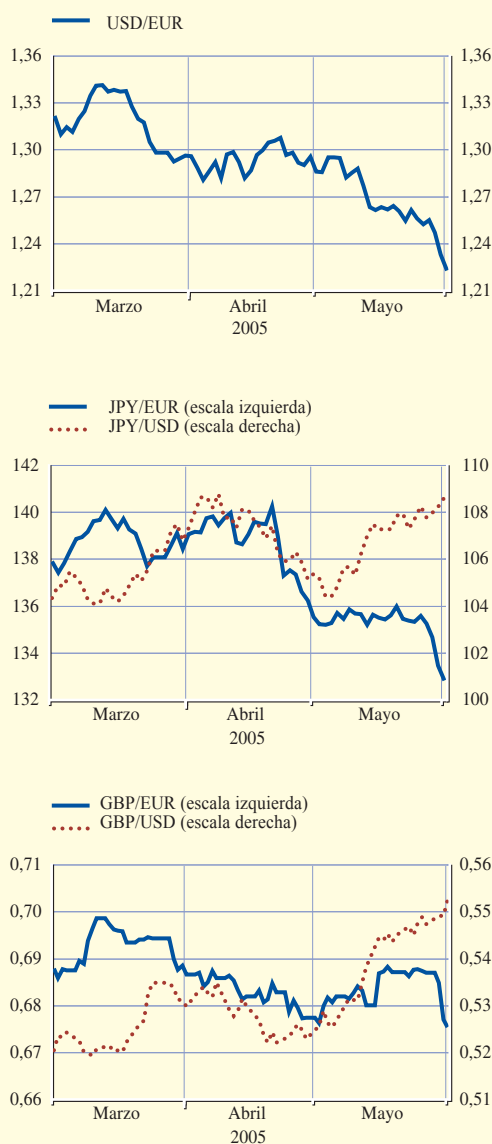
A principios de mayo, el euro fluctuó en relación con el dólar estadounidense, pero sin marcar una tendencia clara. Sin embargo, tras la publicación, el 11 de mayo, de unos datos sobre la balanza comercial de Estados Unidos que resultaron mejores de lo previsto, el dólar comenzó a apreciarse de forma más bien acusada. Esta apreciación de la moneda estadounidense cobró impulso a medida que avanzaba el mes al conocerse datos que confirmaban la solidez de la actividad económica en Estados Unidos y contrastaban con informaciones económicas un tanto ambivalentes respecto a la zona del euro. A juzgar por los informes de los mercados, la apreciación del dólar también podría haberse intensificado debido a factores de carácter técnico. Por último, el rechazo en Francia del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa podría haberse sumado a la actitud negativa frente al euro. Como consecuencia de todo ello, el euro registró su cotización más baja en siete meses frente al dólar estadounidense. El 1 de junio de 2005 el euro cotizaba a 1,22 dólares, es decir, un 5,6% por debajo del nivel registrado a finales de abril y un 1,7% por debajo de la media del año 2004.

#### YEN JAPONÉS/EURO

Tras una apreciación bastante sólida tanto frente al euro como frente al dólar estadounidense hacia finales de abril, el yen japonés se depreció frente al dólar en mayo y se apreció frente al euro. Esta evolución parece guardar relación, en parte, con la moderación de las expectativas de los participantes en los mercados de divisas respecto a un aumento de la flexibilidad cambiaria a muy corto plazo en la región de Asia y, en parte, con el repunte generalizado de la moneda estadounidense. El hecho de que los datos sobre el crecimiento del PIB en Japón, correspondientes al primer trimestre del 2005, hayan sido mucho mejores de lo esperado no parece haber influido en el tipo de cambio del yen. Hacia finales del período de referencia, las reacciones de los mercados ante el resultado

Gráfico 43 Evolución de los tipos de cambio

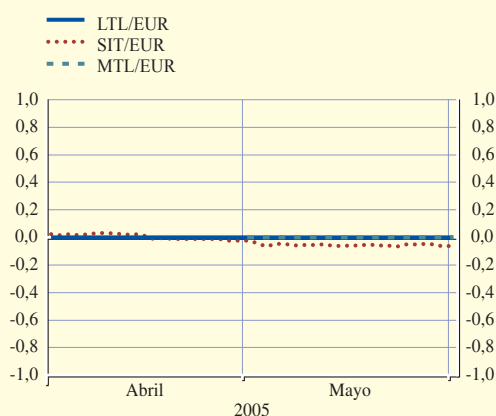
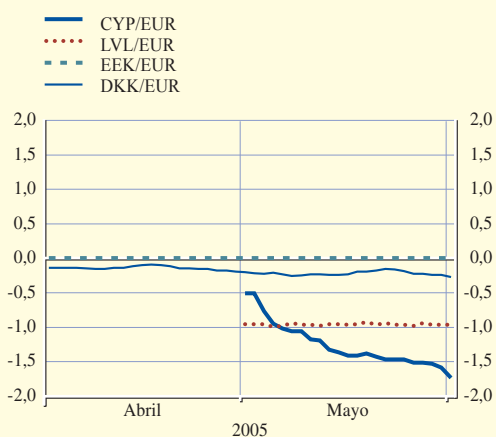
(datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico 44 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II**

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda está en el lado débil/fuerte 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 45 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

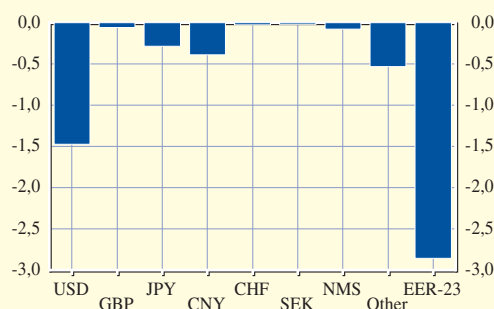
(datos diarios)

Índice: 1999 I = 100



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

29 de abril a 1 de junio (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.

del referéndum francés podrían haber influido en la cotización del yen frente al euro. El 1 de junio de 2005, el euro cotizaba a 132,8 yenes, es decir, un 2,5% por debajo del nivel observado a finales de abril y un 1,2% por debajo de la media del año 2004.

### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno siguieron fluctuando en mayo y en los primeros días de junio dentro de intervalos muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales, mientras que la corona eslovena, la lira maltesa y la lita lituana no experimentaron cambios en relación con sus paridades centrales. El lats letón se mantuvo estable en el margen superior de su banda de fluctuación, mientras que la libra chipriota se apreció para estabilizarse posteriormente en un nivel de alrededor de un 1,7% por encima de su paridad central.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se apreció en mayo frente a la libra esterlina, pero se depreció de forma acusada a principios de junio, cotizando el primer día del mes a 0,68 libras por euro, es decir, prácticamente sin cambios respecto al nivel de finales de abril y un 0,5% por debajo de la media del año 2004. Durante el período de referencia, el euro se depreció frente al zloty polaco (un 2,6%) y, en menor medida, frente a la corona eslovaca (un 0,6%). Al mismo tiempo, la moneda única se mantuvo, en general, estable frente a la corona checa y la corona sueca, y se apreció moderadamente frente al forint húngaro (un 0,6%).

### OTRAS MONEDAS

En lo que se refiere a otras monedas, en comparación con los niveles de finales de abril, el euro se mantuvo prácticamente sin variación frente al franco suizo en mayo y en los primeros días de junio. Cabe señalar también que, durante el período de referencia el euro se depreció frente al dólar canadiense, el won coreano, el dólar de Singapur y la corona noruega (5,2%, 4,3%, 3,3% y 2,8%, respectivamente).

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de junio de 2005, 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 2,9% por debajo del nivel de finales de abril y un 2% por debajo de la media del año 2004 (véase gráfico 45). La depreciación del euro en términos efectivos fue generalizada y se debió, fundamentalmente, a su debilitamiento frente al dólar estadounidense, frente a algunas de las principales monedas asiáticas y frente a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE.

En lo que respecta a la evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de costes y precios, medida por los índices del tipo de cambio real, en el recuadro 10 se presenta una descripción detallada de las similitudes y diferencias de comportamiento entre los diversos indicadores desde una perspectiva de más largo plazo.

#### Recuadro 10

#### INDICADORES DE COMPETITIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO EN TÉRMINOS DE COSTES Y PRECIOS: SIMILITUDES Y DIFERENCIAS

Los tipos de cambio efectivos (TCE) reales son indicadores que se utilizan normalmente para medir la competitividad internacional en términos de costes y precios. Los TCE reales del euro se obtienen deflataando el TCE nominal con diversas medidas de costes y precios y utilizando diferentes grupos de socios comerciales, lo que proporciona una amplia gama de indicadores del TCE real<sup>1</sup>. Como todos los índices del TCE real disponibles tienen ventajas e inconvenientes desde el punto de vista conceptual –e incluso podrían presentar divergencias a lo largo del tiempo, lo que daría lugar a interpretaciones contradictorias– en este recuadro se analiza la evolución de los índices del TCE del euro basados en un amplio conjunto de indicadores y se examinan las posibles similitudes y discrepancias. No obstante, se recomienda cierta cautela respecto a la interpretación de los indicadores de los TCE como medida de competitividad. Estos indicadores sólo tienen en cuenta las variaciones de los precios relativos, pero no las que se refieren a otras características de los bienes, por lo que se pasan por alto algunos parámetros importantes de relevancia para la competencia

1 El BCE calcula los TCE nominales y reales basados en el IPC frente a tres grupos integrados por 12, 23 y 42 socios comerciales, y los TCE reales basados en los índices de precios industriales, los deflatores del PIB, los costes laborales unitarios en el sector manufacturero y los costes laborales unitarios del conjunto de la economía frente a 12 y 23 socios comerciales. Véase el recuadro 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 del BCE de septiembre del 2004. En el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes» del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2003, se presenta un análisis completo de las ventajas e inconvenientes de estos conceptos.

### Cuadro Desviación de los TCE nominales y reales del euro con respecto a la media

(porcentajes)

Frente a las monedas de ...	TCE nominal	TCE real basado en ...					Deflactor del PIB (PIB)	Pro memoria: TCE real basado en el IPC comparado con la media de 25 años
		Índices de precios de consumo (IPC)	Índices de precios industriales (IPRI)	Costes laborales unitarios en el sector manufacturero (CLUM)	Costes laborales unitarios en el conjunto de la economía (CLUE)			
		Cuarto trimestre del 2004 comparado con la media del período 1995-2004						
12 socios comerciales (TCE-12)	9,1	12,2	10,3	9,2	9,5	13,1	9,3	
23 socios comerciales (TCE-23)	8,5	9,3	8,2	6,5	5,4	9,9		
42 socios comerciales (TCE-42)	17,4	9,7						
Cuarto trimestre del 2004 comparado con el primer trimestre de 1999								
12 socios comerciales (TCE-12)	6,5	11,2	9,1	7,4	9,3	11,5		
23 socios comerciales (TCE-23)	5,7	7,8	6,8	4,2	4,2	7,7		
42 socios comerciales (TCE-42)	13,0	7,1						

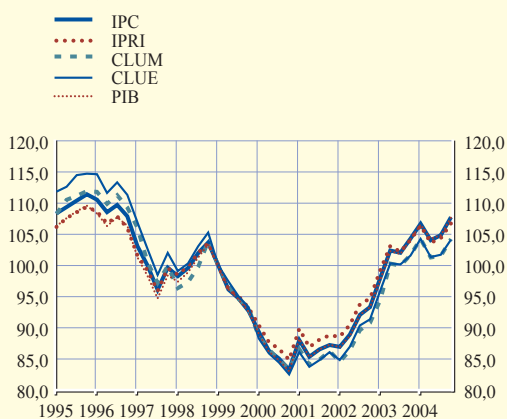
Nota: El TCE-12 incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea del Sur, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Además de este grupo, el TCE-23 incluye los diez nuevos Estados miembros de la UE y China. El TCE-42 añade a esta lista otras economías en transición y mercados emergentes.

internacional. Los períodos de referencia elegidos en este recuadro –el primer trimestre de 1999 y la media del período comprendido entre los años 1995 y 2004– son arbitrarios y no deben considerarse indicativos del nivel «apropiado» del euro. Todos los índices pertinentes del TCE están disponibles para el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre del 2004.

Tras su introducción, la evolución del euro en términos efectivos nominales y reales se caracterizó inicialmente por una acusada caída durante el período 1999-2000. El repunte del euro a partir del año 2002, que continuó aunque a un ritmo más moderado durante los dos años siguientes, compensó con creces la caída inicial. Analizando la situación en más detalle, mediante una comparación de indicadores en términos efectivos *nominales*, se observa que, medido frente al grupo amplio de 42 socios comerciales (TCE-42), el euro se había apreciado hasta el cuarto trimestre del 2004 más en comparación con el primer trimestre de 1999 y, además, se situaba más por encima de la media de diez años que si se consideran otros grupos de socios comerciales (TCE-12 y TCE-23: véase cuadro). Sin embargo, esta discrepancia sólo refleja el hecho de que, en los socios comerciales incluidos en el índice más amplio, las tasas de inflación son, en promedio, más altas.

#### Gráfico A Índices del TCE-23 real del euro basados en diversos deflactores de costes y precios

(índices: I 1999 = 100; datos trimestrales, frente a 23 socios comerciales)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre del 2004.

correlación en los últimos diez años. No obstante, si se examina con más detalle, se observa que la desviación de estos indicadores en el cuarto trimestre del 2004 con respecto a las medias de diez años varía del 5,4% (si se utiliza el TCE real frente a 23 socios comerciales, basándose en la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) del conjunto de la economía) al 13,1% si se emplea el TCE real frente a 12 socios comerciales, basándose en la evolución de los deflatores relativos del PIB (véase cuadro). De la misma manera, la tasa de variación de esos mismos indicadores desde el primer trimestre de 1999 se sitúa entre el 4,2% y el 11,5%. Estas similitudes y diferencias entre los indicadores se examinan a continuación en función del horizonte temporal en que se basa el análisis, la cobertura de los socios comerciales y el uso de diferentes deflatores.

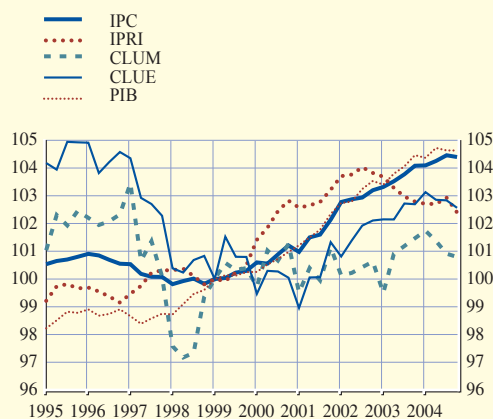
En lo que se refiere al *horizonte temporal*, el índice del TCE real basado en el IPC para el que se dispone de series temporales más largas, fue en el cuarto trimestre del 2004 algo más alto en comparación con la media de diez años (+12,2%) que con respecto a la media de 25 años (+9,3%), lo que refleja principalmente el hecho de que el período más largo incluye el episodio de fortaleza del dólar estadounidense de mediados de la década de los ochenta.

En términos de cobertura de los *socios comerciales*, los indicadores del TCE real frente a 23 socios comerciales (TCE-23) están más próximos a sus medias de diez años y han aumentado menos desde el primer trimestre de 1999 que los indicadores frente a 12 socios comerciales (TCE-12). Ello se debe, sobre todo, al hecho de que el TCE-23 incluye —además de los países del TCE-12— los Estados miembros que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 y China. Varios de los nuevos Estados miembros de Europa central y oriental, en particular, han experimentado en los últimos años una fuerte apreciación de su moneda, en parte como consecuencia de la convergencia de sus economías durante el proceso de transición. Por consiguiente, para realizar comparaciones a más largo plazo parecería más apropiado considerar el índice del TCE-12, más reducido, que incluye sólo los países en los que esos efectos son probablemente menores.

Con respecto al uso de *diferentes deflatores*, la mayoría de los índices del TCE real basados en los CLU relativos han aumentado algo menos desde el primer trimestre de 1999 que los que se basan en los índices de precios (en particular, los precios de consumo y los deflatores del PIB). El gráfico B muestra la evolución de los costes y precios relativos frente a doce socios comerciales, con lo que se elimina el impacto del tipo de cambio nominal —factor dominante en las fluctuaciones de los indicadores reales que aparecen en el gráfico A— del TCE real. Si bien la evolución de estos indicadores no permite evaluar cada uno de los indicadores de costes y precios relativos a lo largo del tiempo (sobre todo, si existen diferencias significativas en la inflación entre la zona del euro y sus socios comerciales), sí permite comparar la evolución de los distintos indicadores. En el gráfico se observa que los indicadores de los CLU relativos (del conjunto de la economía y del sector manufacturero) han

**Gráfico B Evolución de los costes y los precios de la zona del euro en relación con sus socios comerciales**

(índice: 1 1999 = 100; datos trimestrales, frente a 12 socios comerciales)



Fuente: BCE.  
Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre del 2004.

venido fluctuando durante los últimos diez años sin mostrar una tendencia concreta. Los indicadores basados en los CLU relativos parecen haber registrado un descenso en la segunda mitad de la década de los noventa, aunque ello no se ha reflejado en una correspondiente evolución de los precios. Posteriormente todos los indicadores tendieron a subir de nuevo, aunque de forma más moderada en el caso de los indicadores que se basan en la evolución de los CLU relativos.

Esta diferencia en la evolución de los índices de costes y precios relativos podría deberse a varios factores, entre ellos, al hecho de que los incrementos salariales han sido más moderados y congruentes con la evolución de la productividad en la economía de la zona del euro (en relación con los principales socios comerciales) en los últimos años, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, la discrepancia puede reflejar también las distintas propiedades de las medidas de costes y precios disponibles. Concretamente, los indicadores que se basan en los CLU son menos comparables a escala internacional, sobre todo, cuando se trata de países no pertenecientes a la UE, y, lo que es más importante, representan sólo una fracción de los costes totales de una empresa. Además de que no incorporan, por ejemplo, el gasto en I+D, el coste del capital ni los gastos de distribución, estos indicadores tampoco tienen en cuenta los costes de los bienes intermedios importados empleados en la producción. Por consiguiente, la acusada subida desde finales de la década de los noventa de los precios de las materias primas, que representan una parte muy importante de los costes de los factores para las empresas, no se refleja directamente en la evolución de estos indicadores. Por otra parte, la desviación en la evolución de los precios industriales relativos respecto a la de otras medidas de los precios sugiere que el comportamiento del sector servicios podría haber influido hasta cierto punto.

En conjunto, si se miden frente a las medias de diez años y frente a los niveles vigentes en el primer trimestre de 1999, todos los indicadores del TCE real eran más altos en el cuarto trimestre del 2004, de lo que se deduce que la competitividad de la zona del euro en términos de precios se ha reducido. Sin embargo, los indicadores basados en los costes laborales unitarios muestran una brecha menos acusada que la mayoría de los que se basan en los deflatores de precios. Esta discrepancia podría tener relación, en parte, con el hecho de que los incrementos salariales han sido, en los últimos años, más moderados en la zona del euro que en sus principales socios comerciales, pero también podría reflejar las diferentes propiedades estadísticas de los indicadores de costes y precios disponibles.

## 7.2 BALANZA DE PAGOS

*En comparación con el cuarto trimestre del 2004, las exportaciones nominales de bienes y servicios a países de fuera de la zona del euro aumentaron un 1,1% en el primer trimestre del 2005, mientras que las importaciones nominales de bienes y servicios procedentes de fuera de la zona se redujeron un 0,2%. Parecería confirmarse así la tendencia a una aceleración de las exportaciones y a una desaceleración de las importaciones a partir del tercer trimestre del pasado año. El agregado de inversiones directas y de cartera acumulado de doce meses registró entradas netas por importe de 9,2 mm de euros en marzo de 2005. Esta evolución se produce tras el gradual descenso de las salidas netas de capital observado a partir del segundo semestre del 2004, que a su vez fue consecuencia, principalmente, de un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera.*

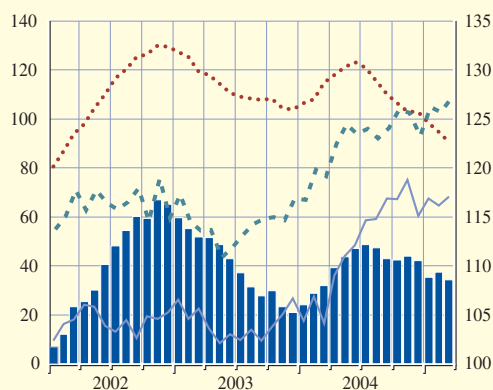
### BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y COMERCIO EXTERIOR

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro contabilizó en marzo de 2005 un superávit de 2,3 mm de euros, como resultado de sendos superávits en las balanzas de bienes (9,2 mm de euros) y de servicios (1 mm de euros), que se compensaron en parte con los déficits registrados por concepto de transferencias corrientes (4,7 mm de euros) y rentas (3,2 mm de euros).

**Gráfico 46 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro**

(mm de euros; datos acumulados de doce meses; datos desestacionalizados)

- Balanza por cuenta corriente (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Balanza de bienes (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Exportaciones de bienes y servicios (escala derecha)
- Importaciones de bienes y servicios (escala derecha)

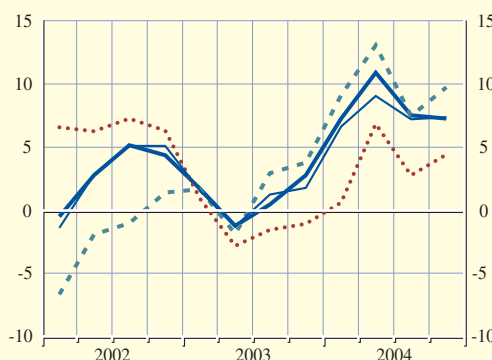


Fuente: BCE.

**Gráfico 47 Exportaciones en términos reales a países de fuera de la zona del euro por tipo de bienes**

(puntos porcentuales; tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Total bienes
- Bienes de consumo
- Bienes de equipo
- Bienes intermedios



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre del 2004.

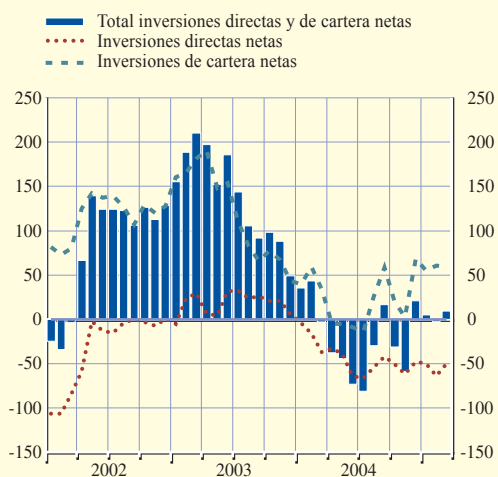
En comparación con el último trimestre del 2004, el superávit por cuenta corriente desestacionalizado se mantuvo estable en el primer trimestre del 2005 (6,5 mm de euros). Esta cifra fue resultado del aumento de los déficit de la balanza de rentas (3 mm de euros) y de la balanza de transferencias corrientes (2,4 mm de euros), que se compensaron con un incremento del superávit de la balanza de bienes y servicios (4,6 mm de euros). Este último tuvo su origen en el aumento de las exportaciones nominales de bienes y servicios a países de fuera de la zona del euro (un 1,1%) y en la caída de las importaciones nominales provenientes de fuera de la zona (un 0,2%).

Al examinar con más detalle la evolución de las exportaciones de bienes en términos reales a países de fuera de la zona, se observa que la recuperación de las exportaciones que se inició en el segundo semestre del año 2003 ha sido bastante generalizada y ha afectado a las diversas categorías de bienes, aunque ha resultado especialmente acusada en el caso de los bienes de capital y algo más moderada en lo que se refiere a los bienes de consumo (véase gráfico 47). Ello podría deberse al hecho de que los bienes de consumo tienen una mayor elasticidad-precio que los bienes de capital, de modo que la apreciación del euro puede haber afectado más a las exportaciones de este tipo de bienes. Esta evolución también podría tener su origen en la solidez del comercio mundial de bienes de capital, atribuible en particular a China y, en menor medida, a los nuevos Estados miembros de la UE que, en términos relativos, importan más bienes de capital y han cobrado una importancia cada vez mayor como socios comerciales de la zona del euro en los últimos años.

El superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulado en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2005 ascendió a 34,3 mm de euros, es decir, a un 0,5% del PIB, aproximadamente, en comparación con los 32,1 mm de euros contabilizados un año antes. Este ligero incremento fue resultado de un descenso del déficit de las balanzas de rentas y transferencias corrientes y de un aumento del superávit de la balanza de servicios, que se compensó en parte con una disminución del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 46).

**Gráfico 48 Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.  
Nota: Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta en (de) la zona del euro.

## CUENTA FINANCIERA

En marzo del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 11,5 mm de euros, como resultado de las salidas netas de inversiones directas (8,8 mm de euros) y valores distintos de acciones (12,4 mm de euros). Las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones registraron entradas netas.

Considerando la evolución durante los doce meses transcurridos hasta marzo del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 9,2 mm de euros, tras registrar de forma persistente salidas netas durante todo el año 2004 (véase gráfico 48). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en las entradas netas de valores de renta variable desde el tercer trimestre del 2004. En el mismo período, las salidas netas de inversiones directas se estabilizaron en torno a 50 mm de euros, mientras que la evolución de los valores distintos de acciones fue un tanto volátil, fluctuando entre las entradas y las salidas netas.

Las salidas netas de inversiones directas tuvieron su origen en un descenso de las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro. Este descenso podría tener relación, en parte, con el hecho de que la economía mundial registró un crecimiento más dinámico que la zona del euro en el año 2004 y a principios del 2005.

El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera es atribuible a un incremento en las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes, así como a una disminución de las compras netas de valores de renta variable extranjeros por residentes en la zona. Como se indicó en anteriores ediciones del Boletín Mensual, las encuestas a los mercados mostraban un mayor interés de los inversores internacionales por los valores de renta variable de la zona del euro, por considerarlos relativamente más atractivos desde el punto de vista de los precios.

Por lo que respecta a los valores distintos de acciones, la volatilidad observada en su comportamiento podría tener relación, al menos en parte, con la percepción general de que los bonos están sobrevalorados a escala mundial. El contexto de bajo rendimiento de los bonos y la posibilidad de sufrir pérdidas de capital parecen haber sido un obstáculo para que los gestores de cartera formulen estrategias estables a largo plazo a favor o en contra de los valores distintos de acciones de la zona del euro.



# **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 interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	<b>S33</b>
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	<b>S35</b>
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	<b>S37</b>
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	<b>S39</b>
4.7	Rendimientos de la deuda pública	<b>S40</b>
4.8	Índices bursátiles	<b>S41</b>

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

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

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

<b>6</b>	<b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	<b>S50</b>
6.2	Deuda	<b>S51</b>
6.3	Variaciones de la deuda	<b>S52</b>
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit datos trimestrales	<b>S53</b>
<b>7</b>	<b>OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR</b>	
7.1	Balanza de pagos	<b>S54</b>
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	<b>S59</b>
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	<b>S60</b>
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	<b>S62</b>
7.5	Comercio exterior de bienes	<b>S64</b>
<b>8</b>	<b>TIPOS DE CAMBIO</b>	
8.1	Tipos de cambio efectivo	<b>S66</b>
8.2	Tipos de cambio bilaterales	<b>S67</b>
<b>9</b>	<b>EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO</b>	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	<b>S68</b>
9.2	En Estados Unidos y Japón	<b>S69</b>
	<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>	<b>S71</b>
	<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	<b>S73</b>
	<b>NOTAS GENERALES</b>	<b>S77</b>

#### NOVEDADES

De ahora en adelante, las estadísticas de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se incluyen en el cuadro 2 de la sección 5.1

#### 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
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	10,4	2,11	4,14
2004 II	10,2	6,0	5,4	-	5,6	9,6	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	9,4	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,3	2,16	3,84
2005 I	9,6	7,1	6,7	-	7,3	9,4	2,14	3,67
2004 Dic	8,9	6,7	6,6	6,5	7,1	8,3	2,17	3,69
2005 Ene	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	9,2	2,15	3,63
Feb	10,2	7,3	6,6	6,6	7,3	9,0	2,14	3,62
Mar	9,3	7,1	6,5	6,6	7,6	12,0	2,14	3,76
Abr	9,3	7,3	6,7	.	7,4	.	2,14	3,57
May	.	.	.	.	.	.	2,13	3,41

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

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,7	0,7	0,3	81,1	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,3	2,0	1,9	81,7	0,6	8,9
2004 II	2,3	2,0	2,2	2,1	3,0	81,6	0,5	8,9
III	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	82,1	0,6	8,9
IV	2,3	3,8	2,4	1,5	1,1	82,0	0,9	8,8
2005 I	2,0	4,1	.	1,3	0,8	81,4	.	8,9
2004 Dic	2,4	3,5	-	-	1,2	-	-	8,8
2005 Ene	1,9	4,0	-	-	2,1	81,9	-	8,8
Feb	2,1	4,2	-	-	0,4	-	-	8,9
Mar	2,1	4,2	-	-	0,0	-	-	8,9
Abr	2,1	.	-	-	.	80,9	-	8,9
May	2,0	.	-	-	.	-	-	.

### 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
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	62,5	103,4	-47,9	68,6	280,6	103,8	105,9	1,2439
2004 II	7,4	31,4	-12,1	27,0	302,2	102,1	104,1	1,2046
III	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
IV	20,0	20,8	-14,0	23,1	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 I	5,5	14,8	-25,0	1,9	284,9	105,7	107,9	1,3113
2004 Dic	9,6	7,3	5,1	38,3	280,6	107,1	109,2	1,3408
2005 Ene	-8,0	0,2	-11,4	-17,1	289,0	105,8	108,0	1,3119
Feb	9,9	6,1	-4,9	21,7	283,2	105,1	107,2	1,3014
Mar	3,6	8,5	-8,8	-2,8	284,9	106,0	108,3	1,3201
Abr	.	.	.	.	288,9	105,1	107,3	1,2938
May	.	.	.	.	.	104,0	106,2	1,2694

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

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

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



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

#### 1. Activo

	2005 6 May	2005 13 May	2005 20 May	2005 27 May
<b>Oro y derechos en oro</b>	127.404	127.377	127.344	127.257
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	155.050	155.699	156.202	155.083
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	21.321	20.278	20.065	20.212
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.946	8.883	8.806	8.989
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	363.206	357.527	362.506	361.203
Operaciones principales de financiación	273.000	267.500	272.503	271.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.000	90.000	90.000	90.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	205	9	1	196
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	18	2	4
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.985	2.760	2.956	2.774
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	80.140	81.107	82.433	82.946
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	41.184	41.184	41.184	41.181
<b>Otros activos</b>	126.877	128.127	128.308	128.136
<b>Total activo</b>	927.113	922.942	929.804	927.781

#### 2. Pasivo

	2005 6 May	2005 13 May	2005 20 May	2005 27 May
<b>Billetes en circulación</b>	512.680	513.484	510.949	511.911
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	146.473	141.847	147.973	144.308
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	146.125	141.820	147.939	144.238
Facilidad de depósito	348	27	33	69
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	1	1
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	140	140	140	141
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	56.578	57.205	59.325	60.958
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	9.438	9.278	9.479	10.388
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	365	303	259	233
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.908	10.438	10.723	9.841
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.701	5.701	5.701	5.701
<b>Otros pasivos</b>	54.663	54.343	55.051	54.013
<b>Cuentas de revalorización</b>	71.961	71.961	71.961	71.961
<b>Capital y reservas</b>	58.206	58.242	58.243	58.326
<b>Total pasivo</b>	927.113	922.942	929.804	927.781

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	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

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	2 Feb	332.198	329	277.500	2,00	2,06	2,06	6
	8	327.172	305	275.500	2,00	2,06	2,06	8
	16	352.917	341	276.500	2,00	2,05	2,06	7
	23	349.248	352	284.500	2,00	2,05	2,06	7
	2 Mar	329.036	325	275.000	2,00	2,05	2,06	7
	9	320.545	335	272.500	2,00	2,05	2,05	7
	16	317.574	350	276.500	2,00	2,05	2,05	7
	23	346.871	370	291.000	2,00	2,05	2,05	7
	30	312.429	337	276.000	2,00	2,05	2,06	7
	6 Abr	292.103	350	275.000	2,00	2,05	2,05	7
	13	313.575	348	270.500	2,00	2,05	2,05	7
	20	328.593	370	282.000	2,00	2,05	2,05	7
	27	329.984	351	280.500	2,00	2,05	2,05	7
	4 May	339.182	301	273.000	2,00	2,05	2,05	7
	11	349.569	325	267.500	2,00	2,05	2,05	7
	18	358.949	342	272.500	2,00	2,05	2,05	7
	25	376.920	351	271.000	2,00	2,05	2,05	7
	1 Jun	369.397	337	281.500	2,00	2,05	2,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2004	27 May	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
	1 Jul	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91
	29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
	26 Ago	37.957	152	25.000	-	2,06	2,08	91
	30 Sep	37.414	138	25.000	-	2,06	2,08	84
	28 Oct	46.646	187	25.000	-	2,10	2,11	91
	25 Nov	51.095	174	25.000	-	2,13	2,14	91
	23 Dic	34.466	155	25.000	-	2,12	2,14	98
2005	27 Ene	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91
	24 Feb	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
	31 Mar	38.462	148	30.000	-	2,09	2,10	91
	28 Abr	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91
	26 May	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000	5 Ene <sup>5)</sup>	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
	21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001	30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
	12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
	13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
	28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002	4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
	10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
	18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003	23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004	11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
	8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
	7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005	18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
	7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
	8 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1

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.
- Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

### 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
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
II	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2
III	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3
IV	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 Ene	12.596,6	6.697,7	460,1	1.577,8	943,1	2.918,0
Feb	12.720,4	6.709,0	471,2	1.583,5	999,2	2.957,5
Mar	12.866,9	6.783,3	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1

#### 2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18 Ene	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7 Feb	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8 Mar	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12 Abr	142,6	143,3	0,6	0,0	2,05
10 May	143,1	144,0	0,9	0,0	2,05
7 Jun	144,6	.	.	.	.

#### 3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	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 18 Ene	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2
7 Feb	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2
8 Mar	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
12 Abr	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0
10 May	287,0	276,5	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	505,5	62,9	-58,9	144,0	649,7

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
<b>Eurosistema</b>														
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	291,6	14,0	176,2
2005 Ene	1.240,6	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
Feb	1.275,4	614,5	21,5	0,6	592,4	162,5	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,2	12,5	177,7
Mar	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
Abr <sup>(p)</sup>	1.286,3	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,7	13,1	186,7
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2003	19.800,8	12.114,7	819,1	7.101,8	4.193,8	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.572,7	161,8	1.045,5
2004	21.357,3	12.826,3	812,7	7.556,8	4.456,8	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,5	72,5	943,1	2.947,5	159,6	1.220,4
2005 Ene	21.664,4	12.909,2	817,8	7.596,0	4.495,3	3.236,9	1.339,9	468,0	1.429,0	75,7	961,7	3.075,1	157,4	1.248,4
Feb	21.830,2	12.967,3	808,1	7.622,5	4.536,7	3.288,0	1.367,8	478,3	1.441,9	75,4	965,5	3.127,2	157,6	1.249,1
Mar	22.051,6	13.054,7	805,7	7.674,4	4.574,6	3.294,4	1.357,3	481,0	1.456,1	72,5	974,7	3.194,0	156,7	1.304,6
Abr <sup>(p)</sup>	22.483,5	13.231,3	811,3	7.723,2	4.696,8	3.340,0	1.372,0	490,1	1.477,9	76,0	1.043,8	3.303,7	156,5	1.332,1

#### 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
<b>Eurosistema</b>											
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 Ene	1.240,6	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
Feb	1.275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
Mar	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
Abr <sup>(p)</sup>	1.286,3	523,2	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	25,9	173,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2003	19.800,8	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.161,4	1.151,0	2.606,5	1.458,4
2004	21.357,3	0,0	11.487,4	137,7	6.641,6	4.708,2	677,4	3.496,9	1.206,2	2.814,9	1.674,3
2005 Ene	21.664,4	0,0	11.534,4	122,9	6.656,2	4.755,2	692,1	3.527,3	1.206,9	2.968,6	1.735,1
Feb	21.830,2	0,0	11.602,6	138,7	6.659,9	4.804,1	691,0	3.579,8	1.211,5	3.008,0	1.737,3
Mar	22.051,6	0,0	11.659,3	125,0	6.707,6	4.826,7	687,7	3.614,7	1.218,3	3.084,4	1.787,2
Abr <sup>(p)</sup>	22.483,5	0,0	11.842,5	120,4	6.761,1	4.961,1	703,9	3.667,3	1.230,9	3.197,3	1.841,5

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>Operaciones</b>											
2003	14.557,3	7.944,2	841,7	7.102,4	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.890,6	174,1	1.131,7
2004	15.725,6	8.391,7	834,2	7.557,5	1.906,9	1.439,9	467,0	666,4	3.239,2	173,6	1.347,8
2005 Ene	15.991,4	8.436,0	839,3	7.596,7	1.953,2	1.483,4	469,8	678,0	3.373,3	172,2	1.378,7
Feb	16.105,5	8.452,8	829,6	7.623,2	1.994,3	1.514,4	479,9	681,5	3.421,5	170,1	1.385,5
Mar	16.284,0	8.502,3	827,2	7.675,0	1.991,8	1.509,2	482,6	686,6	3.490,6	169,2	1.443,6
Abr <sup>(p)</sup>	16.564,8	8.556,6	832,7	7.723,9	2.016,8	1.525,1	491,7	740,8	3.604,5	169,6	1.476,5
<b>Operaciones</b>											
2003	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-29,5
2004	1.266,8	498,2	-5,4	503,6	93,2	58,1	35,1	34,5	434,0	2,7	204,3
2005 Ene	199,7	42,4	4,1	38,3	40,7	38,2	2,4	10,9	82,2	-1,3	24,9
Feb	133,8	17,5	-9,1	26,6	43,1	32,5	10,7	1,5	66,1	-2,1	7,5
Mar	136,8	49,7	-2,2	51,9	-3,1	-5,8	2,6	5,9	43,7	-0,9	41,6
Abr <sup>(p)</sup>	266,4	54,3	5,5	48,8	21,1	12,8	8,3	56,1	104,4	-0,1	30,5

**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	14.557,3	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,6	2.634,0	1.597,8	8,9
2004	15.725,6	468,4	162,4	6.656,6	604,9	2.061,8	1.053,7	2.842,1	1.841,7	33,9
2005 Ene	15.991,4	459,9	180,6	6.672,2	616,5	2.084,8	1.055,2	2.994,4	1.899,3	28,6
Feb	16.105,5	463,6	210,1	6.678,3	615,6	2.124,1	1.059,3	3.029,8	1.903,8	20,9
Mar	16.284,0	471,7	186,1	6.725,2	615,2	2.144,8	1.066,0	3.109,3	1.958,6	7,1
Abr <sup>(p)</sup>	16.564,8	480,9	179,7	6.776,9	627,9	2.175,3	1.066,8	3.223,2	2.015,0	19,0
<b>Operaciones</b>										
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	56,7	133,5	40,1	130,8	-61,2	59,8
2004	1.266,8	70,5	8,3	374,9	22,3	198,3	51,1	275,5	228,7	37,2
2005 Ene	199,7	-8,5	18,2	9,2	12,5	4,8	-1,7	104,7	74,8	-14,3
Feb	133,8	3,7	29,5	4,7	-1,8	43,7	5,7	52,2	-0,7	-3,1
Mar	136,8	8,2	-23,9	44,1	-0,3	15,9	5,3	57,6	49,5	-19,4
Abr <sup>(p)</sup>	266,4	9,2	-6,4	50,7	13,2	28,3	-2,7	107,4	56,5	10,1

Fuente: BCE.

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

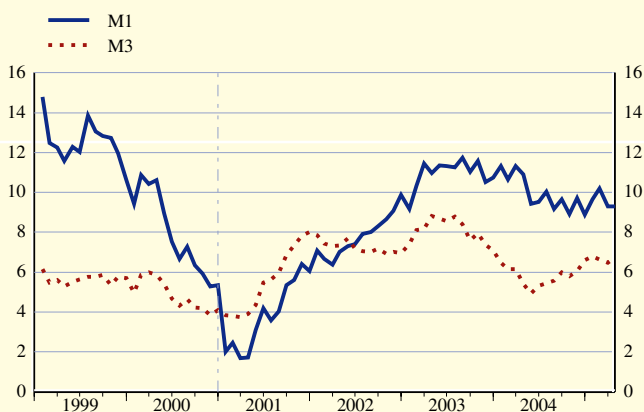
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

	M1		M2	M3-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	Préstamos		10
	Saldos vivos											
2003	2.682,6	2.553,3	5.236,0	908,5	6.144,5	-	4.139,3	2.227,6	8.156,0	7.097,8	235,4	
2004	2.912,6	2.662,8	5.575,3	963,1	6.538,4	-	4.459,5	2.298,4	8.691,8	7.552,3	378,1	
2005 Ene	2.961,1	2.665,2	5.626,3	949,4	6.575,7	-	4.497,6	2.328,9	8.750,2	7.599,9	378,7	
Feb	2.993,0	2.666,6	5.659,6	949,3	6.608,9	-	4.534,6	2.342,6	8.792,5	7.633,4	397,2	
Mar	3.007,3	2.675,7	5.683,0	942,7	6.625,7	-	4.580,2	2.326,4	8.835,0	7.675,3	396,1	
Abr <sup>(p)</sup>	3.025,8	2.693,7	5.719,5	956,4	6.675,9	-	4.612,7	2.352,3	8.912,9	7.707,6	414,1	
Operaciones												
2003	261,5	113,5	375,0	32,6	407,5	-	237,6	133,5	445,9	372,3	95,9	
2004	238,3	111,9	350,2	55,5	405,7	-	343,1	55,1	573,1	503,1	160,7	
2005 Ene	46,1	-0,4	45,6	-13,3	32,3	-	16,3	24,2	56,4	46,6	-3,7	
Feb	32,2	-0,6	31,6	-6,8	24,8	-	49,2	15,9	41,0	33,5	19,7	
Mar	13,8	7,7	21,4	-6,3	15,1	-	38,3	-16,6	43,2	42,0	-4,7	
Abr <sup>(p)</sup>	18,1	17,6	35,6	13,9	49,6	-	26,9	22,7	78,9	32,3	15,1	
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	10,7	4,6	7,7	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,9	
2004 Dic	8,9	4,4	6,7	6,1	6,6	6,5	8,3	2,5	7,0	7,1	160,7	
2005 Ene	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,0	3,7	7,3	7,3	115,3	
Feb	10,2	4,3	7,3	2,7	6,6	6,6	8,7	4,1	7,3	7,3	120,4	
Mar	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,3	7,5	7,6	98,3	
Abr <sup>(p)</sup>	9,3	5,2	7,3	3,2	6,7	-	8,4	2,9	7,7	7,4	88,3	

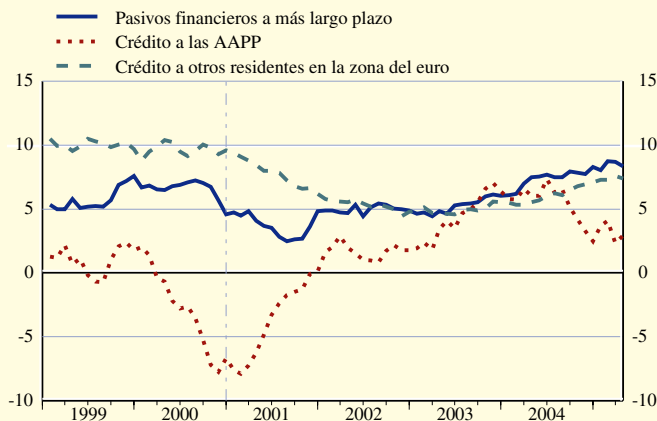
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 Estadísticas monetarias

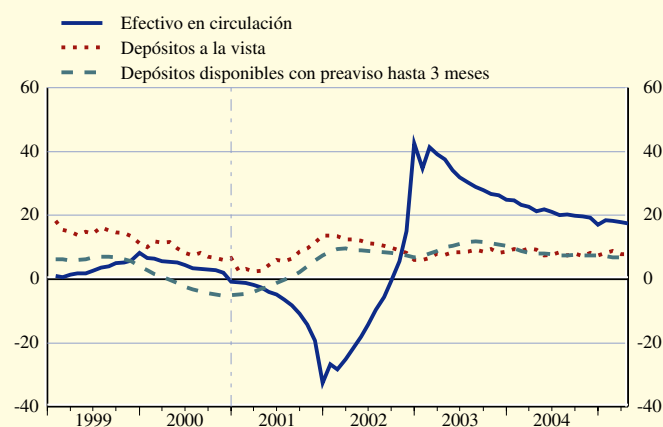
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	386,9	2.295,7	1.031,0	1.522,3	218,6	597,3	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.009,0
2004	452,7	2.459,9	1.028,1	1.634,7	240,4	620,3	102,3	1.962,7	89,6	1.355,6	1.051,6
2005 Ene	466,7	2.494,4	1.025,6	1.639,5	230,5	619,7	99,2	1.991,6	90,0	1.364,5	1.051,6
Feb	471,6	2.521,4	1.021,0	1.645,6	220,8	612,3	116,2	2.012,1	90,4	1.370,4	1.061,7
Mar	477,5	2.529,8	1.019,7	1.656,0	224,5	610,3	107,9	2.036,2	90,9	1.387,3	1.065,9
Abr <sup>(p)</sup>	481,4	2.544,4	1.030,8	1.662,9	217,5	617,9	121,1	2.055,0	91,3	1.395,2	1.071,2
Operaciones											
2003	77,5	184,0	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	39,6
2004	65,7	172,5	-0,8	112,6	22,7	21,9	10,8	186,9	-1,1	106,6	50,7
2005 Ene	14,0	32,1	-5,1	4,7	-10,1	0,3	-3,6	11,2	0,4	8,0	-3,3
Feb	4,9	27,3	-7,5	6,9	-9,6	-8,3	11,1	30,8	0,4	6,3	11,7
Mar	5,9	7,8	-1,8	9,5	3,6	-1,9	-8,1	19,0	0,0	16,5	2,8
Abr <sup>(p)</sup>	3,9	14,2	10,7	6,9	-7,0	8,0	12,9	16,9	0,5	7,8	1,8
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,7	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	4,0
2004 Dic	17,0	7,5	-0,1	7,4	10,5	3,7	11,8	10,4	-1,2	8,5	5,0
2005 Ene	18,5	8,1	0,5	7,1	6,8	4,3	2,7	9,9	-0,4	8,6	4,8
Feb	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,5	11,1	0,4	8,5	5,4
Mar	17,8	7,8	1,6	6,8	4,0	1,8	6,6	10,6	0,5	9,3	5,2
Abr <sup>(p)</sup>	17,5	7,9	3,2	6,5	0,4	2,6	13,0	10,4	1,2	8,8	4,6

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

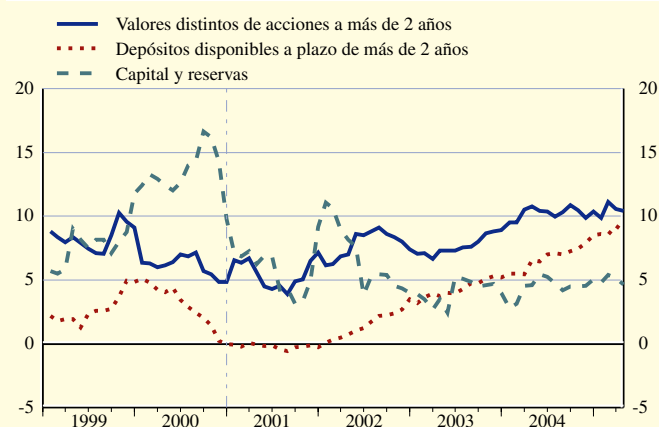
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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>

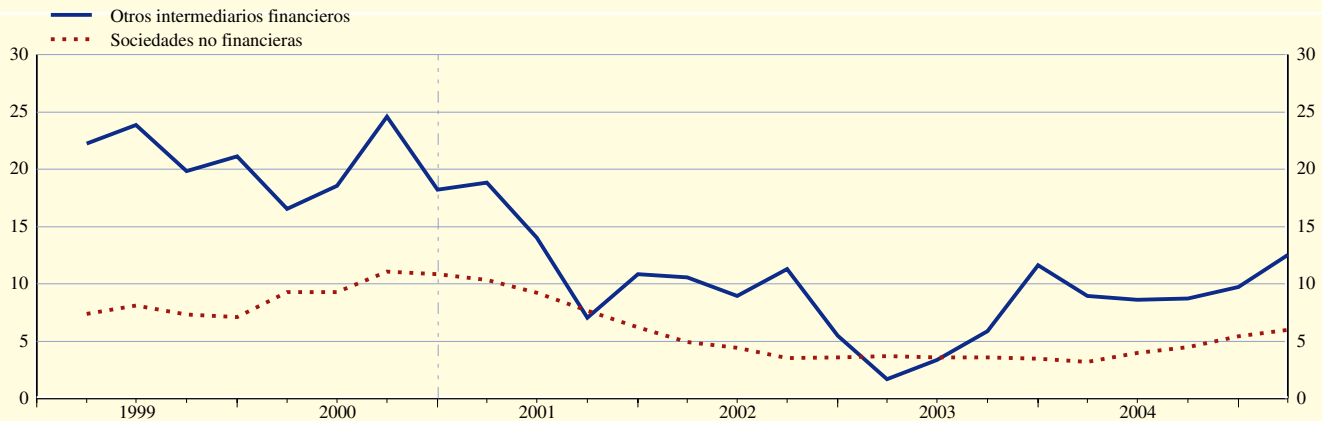
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
Outstanding amounts								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,2	334,5	3.156,2	974,4	547,1	1.634,8
2005 Ene	55,5	38,6	546,5	338,5	3.173,3	981,0	555,4	1.636,9
Feb	59,1	41,3	550,8	344,9	3.174,7	982,3	551,0	1.641,4
Mar	58,2	40,1	561,2	351,2	3.193,6	987,5	555,5	1.650,6
Abr <sup>(p)</sup>	59,3	41,1	556,7	343,5	3.219,5	996,9	560,1	1.662,5
Transactions								
2003	4,2	2,2	53,8	26,2	102,4	-7,9	15,5	94,9
2004	13,1	9,1	48,6	26,0	164,8	24,2	31,4	109,2
2005 Ene	6,6	7,0	-1,7	2,7	16,9	6,7	8,3	2,0
Feb	3,0	2,0	4,4	6,2	2,4	-1,0	-4,1	7,5
Mar	-1,0	-1,1	8,6	5,7	20,0	5,6	4,8	9,5
Abr <sup>(p)</sup>	1,1	1,0	-4,9	-7,9	27,4	9,6	5,9	11,9
Growth rates								
2003 Dic	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	9,7	8,4	5,5	2,5	6,1	7,1
2005 Ene	16,3	11,9	10,0	10,6	5,8	3,0	7,3	7,0
Feb	24,2	21,5	9,1	10,6	5,8	3,7	6,3	6,9
Mar	23,6	21,8	12,5	17,2	6,0	4,2	6,9	6,8
Abr <sup>(p)</sup>	14,3	7,8	9,6	10,4	6,2	4,8	6,8	6,7

### 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>

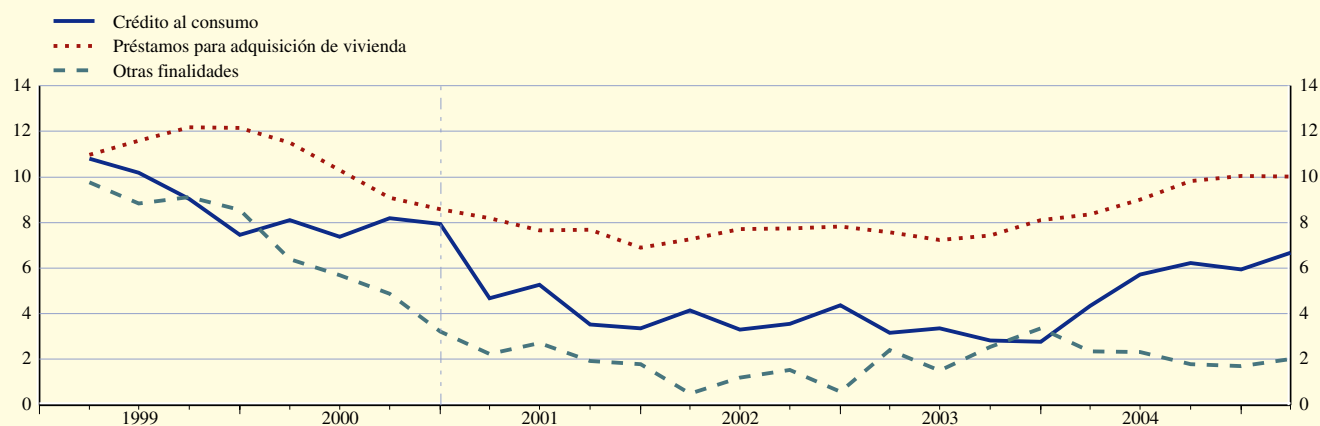
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	2.360,4	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.805,8	514,5	118,3	190,5	205,7	2.592,7	15,5	65,8	2.511,4	698,7	144,4	99,6	454,8
2005 Ene	3.820,7	514,1	119,2	189,3	205,6	2.607,3	15,0	65,5	2.526,8	699,2	143,4	98,5	457,3
Feb	3.837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2.622,1	14,9	65,6	2.541,6	702,0	143,6	98,4	460,0
Mar	3.861,4	519,7	120,2	191,5	208,0	2.640,3	14,9	67,0	2.558,3	701,4	144,1	99,0	458,3
Abr <sup>op)</sup>	3.887,8	523,5	120,4	192,8	210,2	2.662,1	14,2	66,3	2.581,6	702,2	142,4	100,2	459,6
Operaciones													
2003	211,7	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004	277,1	28,8	6,9	8,6	13,3	236,8	0,9	2,9	232,9	11,6	-0,9	2,0	10,5
2005 Ene	16,4	-0,1	0,4	-0,9	0,4	14,7	-0,4	-0,3	15,4	1,8	-0,5	-1,1	3,4
Feb	16,7	0,1	0,1	-0,7	0,7	15,3	-0,1	0,1	15,3	1,3	0,1	0,2	1,0
Mar	24,4	5,8	1,3	2,6	1,9	18,3	0,1	1,4	16,9	0,2	0,8	0,6	-1,1
Abr <sup>op)</sup>	25,2	4,3	0,3	1,4	2,6	21,4	-0,8	-0,7	22,9	-0,5	-1,6	-0,2	1,3
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,1	4,8	7,0	10,0	6,4	4,7	10,2	1,7	-0,6	2,1	2,4
2005 Ene	8,1	6,5	7,8	5,3	7,0	10,1	5,9	5,9	10,2	2,4	0,4	1,9	3,1
Feb	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,1	6,0	6,1	10,3	2,2	1,7	1,7	2,5
Mar	8,0	6,7	9,3	4,3	7,4	10,0	4,2	7,9	10,1	2,0	1,3	1,4	2,4
Abr <sup>op)</sup>	8,0	6,7	8,8	4,2	7,8	10,0	-1,0	6,2	10,2	1,8	0,6	0,4	2,5

## C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

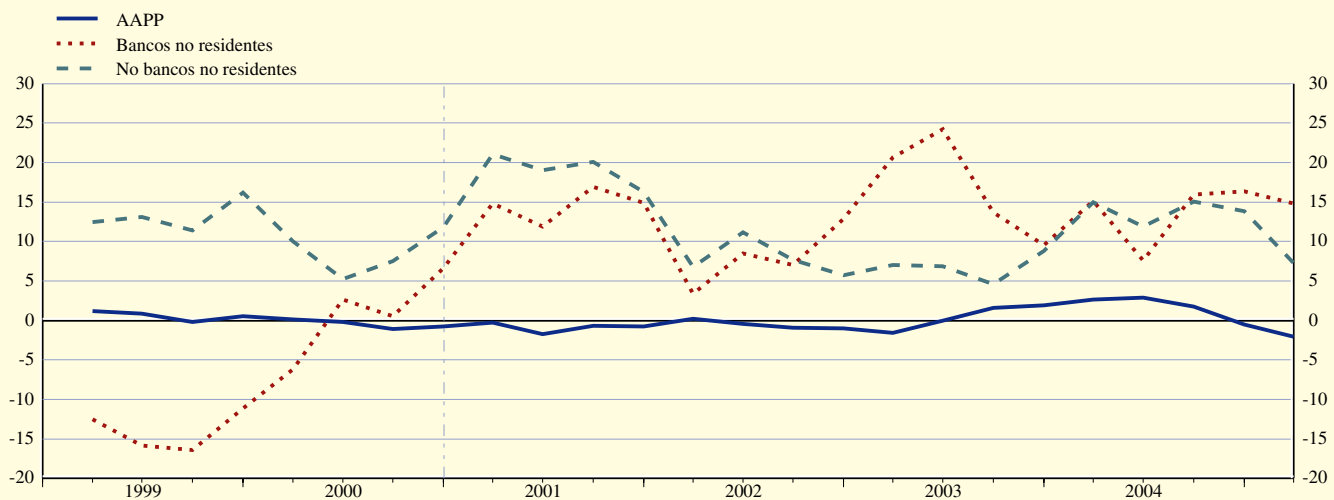
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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>										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 I	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
II	817,9	129,4	253,4	391,4	43,7	1.965,2	1.322,6	642,6	60,8	581,8
III	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1.965,9	1.317,3	648,6	60,9	587,7
IV	812,7	130,6	252,3	405,9	23,8	1.979,3	1.342,2	637,1	61,3	575,8
2005 I <sup>(p)</sup>	805,7	132,0	248,1	404,1	21,6	2.141,5	1.468,7	672,8	62,9	610,0
<b>Operaciones</b>										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,3	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 I	5,7	5,7	-3,9	0,0	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
II	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,1	11,3	-5,3	-0,5	-4,8
III	-5,4	-2,7	-1,0	3,3	-5,0	22,5	7,8	14,8	0,1	14,7
IV	2,4	6,5	-0,5	11,3	-14,9	81,9	67,3	14,5	0,4	14,1
2005 I <sup>(p)</sup>	-7,1	1,1	-3,7	-2,3	-2,2	124,8	103,2	21,5	1,5	20,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dic	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 Mar	2,7	0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Jun	2,9	1,8	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
Sep	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
Dic	-0,5	2,5	-5,2	4,5	-32,0	15,5	16,3	13,8	3,0	15,1
2005 Mar <sup>(p)</sup>	-2,1	-1,0	-5,2	3,9	-44,5	12,3	14,8	7,2	2,6	7,7

### 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>

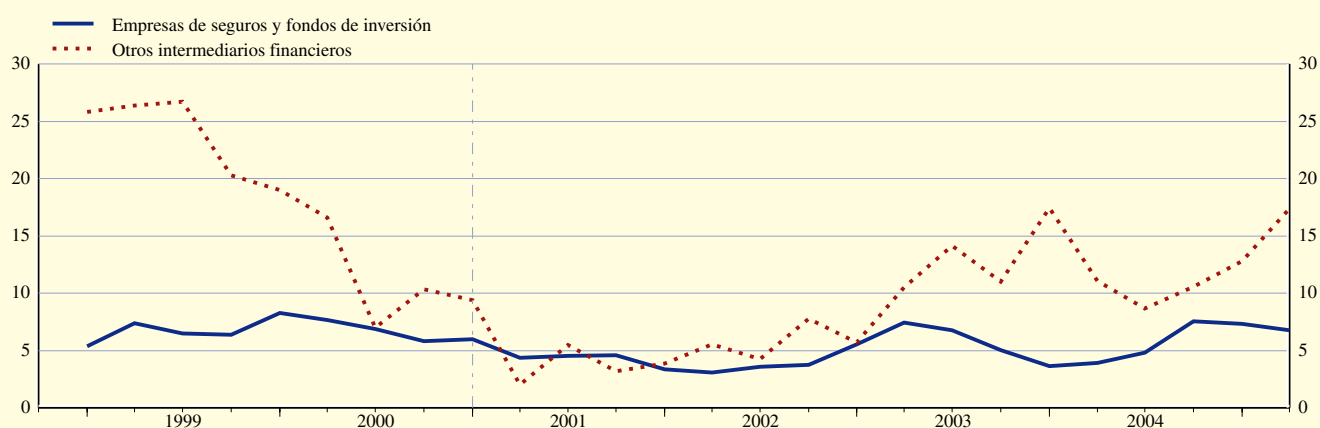
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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	567,7	183,0	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	637,3	180,3	138,9	187,3	10,1	0,1	120,5
2005 Ene	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	662,4	209,9	129,6	186,4	11,6	0,1	124,8
Feb	590,4	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	673,2	212,9	132,5	188,9	11,5	0,1	127,4
Mar	597,0	65,7	48,6	460,2	1,3	1,3	19,8	689,1	212,0	133,0	202,9	11,5	0,1	129,6
Abr <sup>3)</sup>	602,4	65,5	50,7	462,5	1,3	1,3	21,1	703,4	207,2	143,6	210,4	13,1	0,1	128,9
<b>Operaciones</b>														
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	85,0	27,4	-0,5	38,9	3,2	0,0	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,7	1,8	5,8	43,7	4,1	0,0	17,2
2005 Ene	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	22,0	28,8	-10,0	-2,3	1,4	0,0	4,2
Feb	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	7,8	3,3	-0,8	2,6	-0,1	0,0	2,6
Mar	5,6	5,1	-0,4	3,3	0,1	0,0	-2,5	14,5	-1,2	0,2	13,4	-0,1	0,0	2,1
Abr <sup>3)</sup>	5,4	-0,2	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	13,9	-4,9	10,5	7,4	1,6	0,0	-0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,5	17,7	-0,5	36,8	70,6	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,8	0,9	4,3	30,4	67,6	-	16,5
2005 Ene	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,4	17,7	-1,4	32,0	69,0	-	12,6
Feb	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,4	17,8	5,1	31,8	38,2	-	6,1
Mar	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,4	9,6	8,3	38,6	50,0	-	11,5
Abr <sup>3)</sup>	6,7	5,8	23,2	6,7	-9,2	-52,2	-16,2	17,3	8,2	8,5	41,0	60,1	-	8,9

### 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>

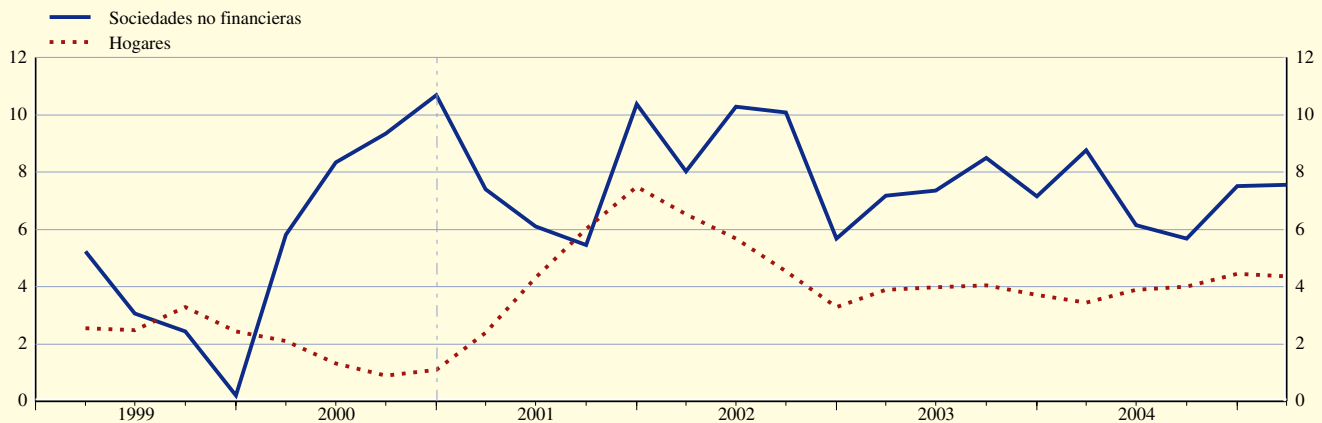
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.116,2	674,6	293,6	73,5	43,7	1,1	29,7	4.160,4	1.403,1	514,2	632,8	1.466,7	88,0	55,6
2005 Ene	1.080,5	659,0	279,5	73,7	42,5	1,1	24,9	4.166,9	1.400,5	514,5	634,6	1.477,3	87,7	52,2
Feb	1.073,2	656,3	275,6	73,7	43,7	1,1	22,8	4.175,1	1.406,5	515,4	634,6	1.478,7	88,3	51,6
Mar	1.102,5	675,8	283,8	74,4	44,0	1,1	23,4	4.175,4	1.409,7	511,0	633,0	1.481,8	88,7	51,2
Abr <sup>(p)</sup>	1.103,2	679,4	285,4	69,4	44,7	1,1	23,1	4.206,6	1.434,4	514,7	633,6	1.485,0	88,2	50,8
<b>Operaciones</b>														
2003	70,4	40,8	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004	78,3	45,8	17,2	6,7	8,1	0,7	-0,2	177,5	90,1	-29,6	31,0	85,1	-1,9	2,8
2005 Ene	-37,2	-16,7	-15,2	0,8	-1,2	0,0	-4,8	5,1	-2,9	-0,5	1,7	10,5	-0,3	-3,5
Feb	-6,4	-2,1	-3,5	0,1	1,2	0,0	-2,1	8,8	5,4	1,3	0,0	2,2	0,6	-0,6
Mar	28,3	19,0	7,8	0,6	0,3	0,0	0,6	0,9	3,6	-4,2	-0,3	2,3	-0,1	-0,4
Abr <sup>(p)</sup>	0,4	3,5	1,5	-5,0	0,7	0,0	-0,3	31,1	24,6	3,5	0,6	3,2	-0,4	-0,4
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	7,2	6,7	23,0	-30,7	41,5	-3,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,5	7,3	6,2	10,0	21,8	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Ene	8,0	8,6	6,2	10,2	15,4	14,4	-2,0	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Feb	6,9	9,5	0,7	9,1	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,7	-0,1	-4,7
Mar	7,6	9,0	4,2	8,2	16,9	68,0	-9,2	4,4	6,6	-3,0	4,1	5,6	0,1	-1,3
Abr <sup>(p)</sup>	7,4	8,9	6,4	-0,6	17,1	66,5	-12,5	4,7	7,3	-1,5	3,9	5,4	0,9	-2,9

## 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>

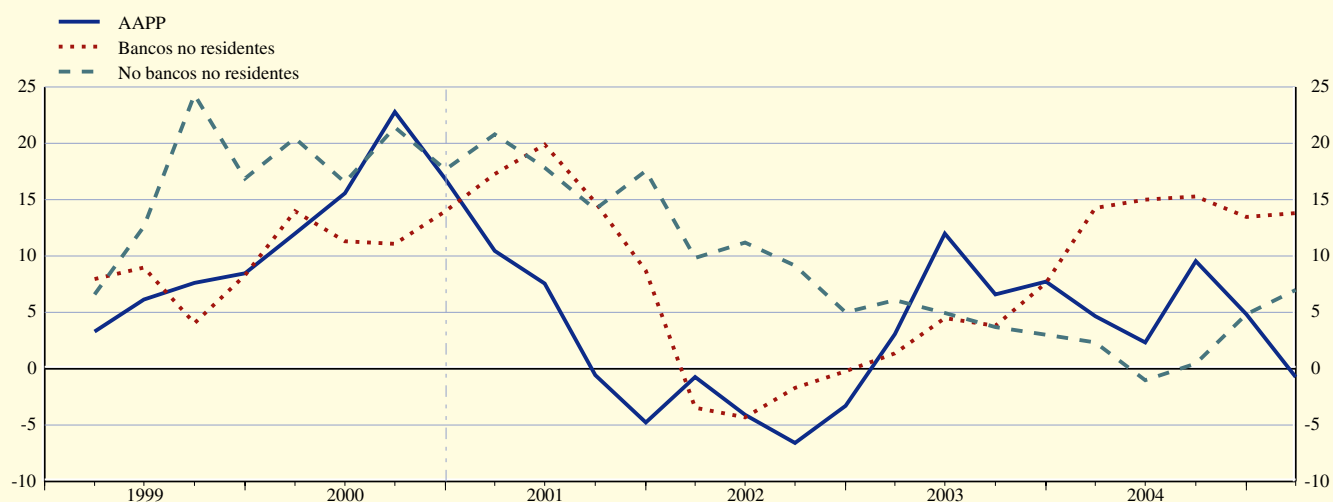
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 I	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
II	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
III	288,3	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
IV	282,2	137,7	30,5	69,7	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I <sup>(p)</sup>	268,6	125,0	33,4	67,3	42,9	2.667,7	1.934,5	733,3	105,1	628,1
Operaciones										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	21,1	-1,3	22,4
2004 I	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
II	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
III	-4,8	-10,3	2,3	1,9	1,3	6,8	-4,6	11,5	3,1	8,4
IV	-4,7	-8,7	-1,0	3,4	1,7	62,4	47,2	14,9	-2,1	17,0
2005 I <sup>(p)</sup>	-13,6	-12,7	2,8	-2,3	-1,4	190,5	149,5	41,0	1,7	39,3
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Mar	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Jun	2,4	7,9	-7,6	-0,2	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sep	9,5	13,2	5,1	3,3	11,5	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dic	4,9	3,7	5,6	4,2	9,2	10,9	13,4	4,8	7,2	4,4
2005 Mar <sup>(p)</sup>	-0,7	-11,4	19,5	8,0	9,1	11,9	13,8	7,0	3,9	7,6

### 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.

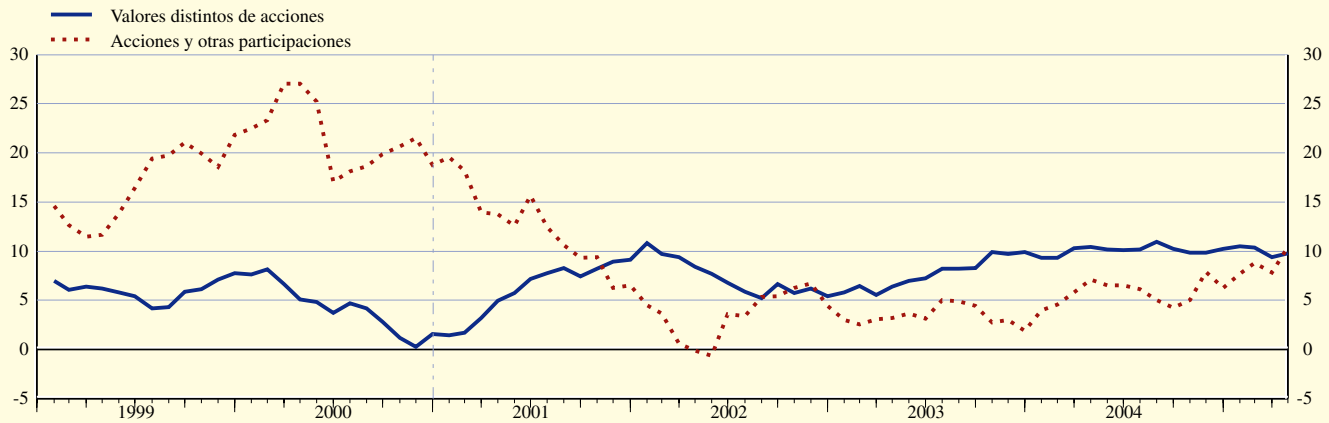
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

(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
<b>Saldos vivos</b>												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,6	59,9	1.284,1	15,8	449,1	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 Ene	4.032,2	1.363,4	65,6	1.321,0	18,9	451,5	16,5	795,3	1.190,0	293,0	668,7	228,3
Feb	4.069,9	1.377,2	64,7	1.349,9	17,9	462,3	16,0	781,9	1.211,6	293,5	672,0	246,1
Mar	4.096,9	1.389,7	66,4	1.341,5	15,8	464,8	16,1	802,5	1.223,4	297,7	677,0	248,6
Abr <sup>(p)</sup>	4.161,5	1.412,8	65,1	1.354,1	17,9	472,5	17,6	821,5	1.281,7	312,2	731,6	238,0
<b>Operaciones</b>												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,5	146,8	5,0	40,3	1,3	36,0	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 Ene	79,0	4,6	3,9	33,4	2,5	2,8	-0,4	32,3	31,0	6,1	11,5	13,4
Feb	44,6	13,7	-0,4	29,5	-0,7	11,1	-0,3	-8,3	18,7	0,0	1,5	17,3
Mar	17,5	11,7	1,1	-8,8	-2,3	2,7	-0,1	13,2	13,4	4,6	5,8	3,0
Abr <sup>(p)</sup>	58,4	23,3	-1,8	10,4	1,9	7,0	1,3	16,3	61,5	15,2	56,1	-9,8
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,1	8,5	3,3	7,7	8,7	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Ene	10,5	11,2	10,8	4,7	23,7	9,5	-3,2	20,9	7,7	1,6	6,2	22,3
Feb	10,3	10,4	16,3	5,5	18,7	11,0	-7,2	18,8	8,8	1,6	6,1	28,6
Mar	9,4	9,0	14,0	3,9	-3,9	11,3	-5,8	19,8	7,9	2,4	4,4	27,5
Abr <sup>(p)</sup>	9,8	10,0	9,0	4,0	10,5	11,9	-1,1	19,1	10,4	5,5	9,4	21,3

## 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	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,6	-2,3	-0,3	-4,0
2005 Ene	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,6
Feb	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4
Mar	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,5
Abr <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2

**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	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,4	-1,6	-0,5	-1,1
2005 Ene	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
Feb	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
Mar	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Abr <sup>(p)</sup>	-0,8	-0,5	0,0	-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	13,4	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,8	-0,1	0,6	8,4	1,3	3,6	3,5
2005 Ene	5,5	0,0	0,1	4,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,9	0,4	1,1	1,4
Feb	-2,0	0,3	0,0	-1,4	0,0	-0,3	0,0	-0,4	2,8	0,5	1,8	0,5
Mar	2,4	0,7	0,0	1,0	0,0	-0,2	0,0	0,8	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5
Abr <sup>(p)</sup>	3,6	0,4	0,0	2,2	0,0	0,7	0,0	0,3	-3,2	-0,8	-1,5	-0,8

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	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														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II	4.522,7	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
III	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
IV	4.708,2	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.779,3	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I <sup>(p)</sup>	4.826,7	91,0	9,0	5,5	0,4	1,4	1,1	6.832,6	97,0	3,0	1,8	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	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 I	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
II	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
III	1.764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
IV	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 <sup>(p)</sup>	1.934,5	46,9	53,1	36,1	2,1	2,9	9,0	733,3	54,9	45,1	29,1	1,5	2,1	9,2

### 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	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
IV	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I <sup>(p)</sup>	3.795,1	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9

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						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I	4.224,9	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
II	4.296,3	-	-	-	-	-	8.138,0	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III	4.356,4	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
IV	4.456,8	-	-	-	-	-	8.369,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I <sup>(p)</sup>	4.574,6	-	-	-	-	-	8.480,1	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
II	1.322,6	49,2	50,8	30,8	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
III	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
IV	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	637,1	42,1	57,9	40,4	2,6	4,4	7,1
2005 I <sup>(p)</sup>	1.468,7	51,9	48,1	29,5	3,5	2,0	8,9	672,8	41,4	58,6	42,7	1,4	4,3	7,0

**4. Valores distintos de acciones**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
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 I	1.341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1.735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
II	1.359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.794,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
III	1.385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1.793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
IV	1.422,5	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,2	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I <sup>(p)</sup>	1.456,1	95,4	4,6	2,0	0,4	0,4	1,5	1.838,3	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
<b>Emitidos por no residentes en la zona de euro</b>														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
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 I	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
II	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
III	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
IV	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 <sup>(p)</sup>	361,8	49,2	50,8	30,2	1,0	0,5	16,4	440,6	44,1	55,9	32,1	7,3	0,7	9,0

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
2003 III	3.085,0	248,2	1.404,9	65,3	1.339,6	932,2	234,6	126,3	138,8
IV	3.174,3	235,1	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,6	243,9	133,7	139,1
2004 I	3.356,2	266,5	1.434,5	70,4	1.364,1	1.103,9	263,2	136,9	151,2
II	3.373,2	244,9	1.430,8	69,4	1.361,5	1.121,1	278,5	140,3	157,6
III	3.392,8	246,7	1.472,9	72,1	1.400,8	1.095,2	281,0	144,4	152,6
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	240,3	1.497,8	72,0	1.425,9	1.157,4	293,7	147,0	174,5

### 2. Pasivo

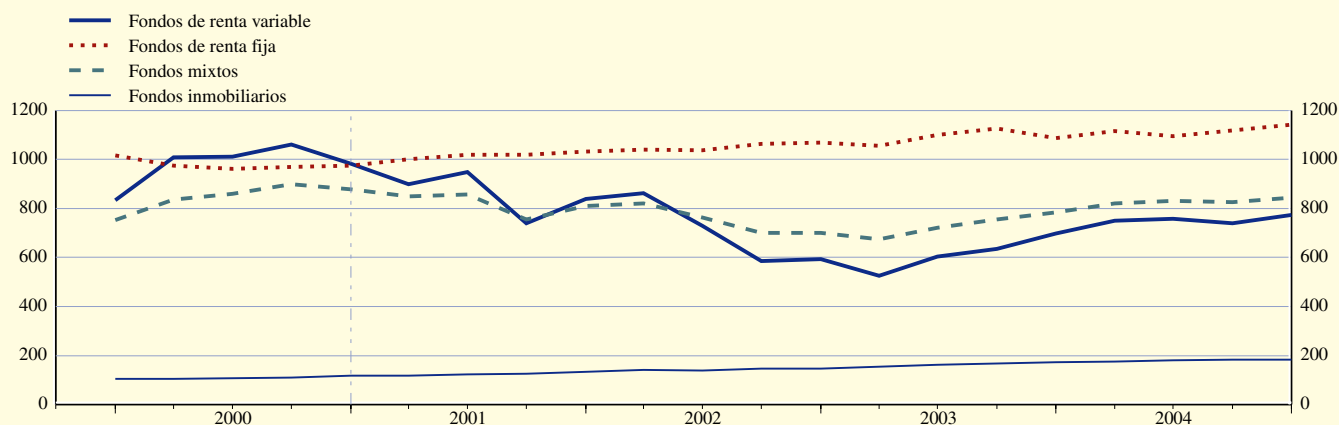
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2003 III	3.085,0	43,2	2.917,0	124,8
IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	48,6	3.322,5	139,6

### 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
2003 III	3.085,0	635,4	1.126,7	753,8	167,7	401,4	2.248,5	836,5
IV	3.174,3	697,8	1.086,3	783,0	171,7	435,5	2.317,7	856,6
2004 I	3.356,2	750,4	1.116,3	820,6	176,2	492,8	2.469,8	886,4
II	3.373,2	756,5	1.094,2	830,0	179,7	512,7	2.479,5	893,7
III	3.392,8	740,1	1.119,0	825,8	182,4	525,5	2.495,4	897,4
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	772,0	1.142,4	844,6	182,7	569,0	2.594,1	916,6

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Los datos corresponden a los países de la zona del euro, excluida Irlanda. 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									
2003 III	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
IV	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 I	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
II	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
III	740,1	31,5	33,1	3,7	29,4	625,2	25,1	-	25,1
IV <sup>(p)</sup>	772,0	28,5	34,1	3,7	30,4	652,8	28,0	-	28,6
Fondos de renta fija									
2003 III	1.126,7	93,6	934,5	30,7	903,8	29,1	21,7	-	47,9
IV	1.086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 I	1.116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
II	1.094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
III	1.119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
IV <sup>(p)</sup>	1.142,4	77,5	943,7	39,9	903,8	36,9	23,4	-	60,9
Fondos mixtos									
2003 III	753,8	50,4	323,8	22,2	301,6	248,3	95,4	0,3	35,6
IV	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 I	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
II	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
III	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
IV <sup>(p)</sup>	844,6	50,4	346,9	20,1	326,8	281,9	121,3	0,2	43,9
Fondos inmobiliarios									
2003 III	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
IV	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 I	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
II	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
III	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
IV <sup>(p)</sup>	182,7	14,7	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,9	8,1

### 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							
2003 III	2.248,5	198,9	927,3	736,4	176,6	108,9	100,4
IV	2.317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 I	2.469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
II	2.479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
III	2.495,4	205,7	974,5	872,5	213,2	124,0	105,5
IV <sup>(p)</sup>	2.594,1	201,5	997,2	927,2	222,8	127,5	117,9
Fondos de inversores especiales							
2003 III	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
IV	856,6	43,4	475,8	217,9	60,0	18,3	41,2
2004 I	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
II	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
III	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
IV <sup>(p)</sup>	916,6	38,7	500,6	230,2	70,9	19,5	56,7

Fuente: BCE.





## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro	
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	11		
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso					Cesiones temporales
<b>Saldos vivos</b>												
2003 III	15.183,4	5.762,1	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	184,7	345,3	
IV	15.595,5	5.881,9	352,4	5.183,1	2.027,4	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	192,8	348,0	
2004 I	15.810,8	5.915,0	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,8	394,6	
II	16.078,3	6.052,5	372,0	5.264,1	2.101,2	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,0	
III	16.158,8	6.077,1	383,5	5.284,4	2.104,2	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	205,1	390,8	
IV	16.567,4	6.290,7	468,4	5.435,0	2.165,1	1.577,8	1.603,8	88,2	162,4	224,9	.	
<b>Operaciones</b>												
2003 III	128,3	12,5	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,8	17,1	
IV	165,5	125,3	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	8,0	10,9	
2004 I	149,9	30,7	-1,6	-4,9	-7,5	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,0	41,9	
II	283,6	136,7	21,2	83,1	78,9	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,1	0,8	
III	122,8	28,9	11,5	24,7	4,6	5,4	11,3	3,4	-19,7	12,4	-1,2	
IV	175,9	167,8	30,4	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,8	.	
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2003 III	4,9	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,9	24,9	
IV	4,6	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,9	
2004 I	4,5	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,6	25,2	
II	4,8	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	5,0	21,4	
III	4,8	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,0	15,2	
IV	4,7	6,2	17,4	5,1	7,0	1,6	6,2	3,6	5,4	16,7	.	

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
<b>Saldos vivos</b>										
2003 III	1.951,1	186,5	1.764,6	3.638,0	1.769,9	1.868,1	408,7	3.832,2	3.460,8	371,5
IV	1.913,1	191,2	1.721,8	3.924,6	2.028,9	1.895,7	406,6	3.875,9	3.504,3	371,6
2004 I	1.927,8	198,3	1.729,5	4.028,0	2.077,5	1.950,5	420,9	3.939,9	3.559,4	380,5
II	1.958,0	214,6	1.743,4	4.076,1	2.133,7	1.942,4	424,3	3.991,6	3.607,6	384,0
III	1.980,5	216,0	1.764,5	4.044,8	2.107,2	1.937,6	424,6	4.056,5	3.669,6	386,9
IV	1.979,9	207,0	1.772,9	4.180,0	2.228,5	1.951,5	406,7	4.116,7	3.727,1	389,7
<b>Operaciones</b>										
2003 III	11,9	2,4	9,5	45,6	23,6	22,1	2,7	58,3	54,9	3,4
IV	2,0	9,9	-8,0	-18,6	-18,5	-0,1	-10,2	56,8	57,3	-0,5
2004 I	9,4	6,5	2,9	37,9	7,9	30,0	15,1	71,9	62,0	9,9
II	33,6	15,0	18,6	58,6	58,2	0,4	-0,6	54,6	50,1	4,5
III	17,2	1,6	15,5	14,5	11,5	3,0	-2,3	62,1	58,2	3,9
IV	-9,8	-10,7	0,9	-49,0	-38,0	-11,0	-16,5	66,9	63,1	3,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 III	-1,7	-9,1	-0,7	4,4	1,6	7,2	9,3	6,3	6,7	3,5
IV	-1,1	-4,7	-0,7	4,1	1,2	7,1	8,5	6,8	7,1	3,9
2004 I	-0,8	-0,6	-0,8	3,7	2,2	5,1	2,8	6,7	6,9	4,8
II	2,9	18,2	1,3	3,4	4,1	2,9	1,7	6,4	6,6	4,7
III	3,2	17,7	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,4	6,6	4,8
IV	2,6	6,5	2,2	1,6	2,0	1,2	-1,1	6,6	6,7	6,0

Fuente: BCE.

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

### 3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a												Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>					
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 III	16.294,9	8.334,2	7.293,7	887,0	71,1	815,9	3.659,1	1.185,0	2.474,1	3.788,2	283,8	3.504,4	275,5
IV	16.641,0	8.481,0	7.397,3	958,6	81,0	877,6	3.663,0	1.167,8	2.495,2	3.859,4	284,6	3.574,8	266,4
2004 I	16.989,8	8.530,4	7.466,3	964,3	84,9	879,4	3.654,4	1.163,2	2.491,2	3.911,7	278,6	3.633,1	305,5
II	17.189,5	8.677,7	7.597,2	956,7	90,4	866,2	3.699,1	1.171,5	2.527,6	4.021,9	290,7	3.731,2	304,4
III	17.293,9	8.755,3	7.674,7	952,4	89,0	863,4	3.700,6	1.153,2	2.547,4	4.102,3	287,7	3.814,6	279,8
IV	17.662,8	8.887,7	7.796,9	952,5	79,7	872,9	3.751,6	1.174,2	2.577,3	4.183,6	292,1	3.891,5	.
Transactions													
2003 III	145,0	87,6	58,8	8,9	1,1	7,8	8,1	-25,8	33,9	70,7	-5,7	76,4	22,8
IV	133,2	117,2	118,4	23,3	9,9	13,5	16,1	-16,4	32,4	77,8	3,8	74,1	-1,4
2004 I	203,8	54,4	76,1	7,3	4,0	3,3	-10,5	-4,8	-5,6	57,7	-4,5	62,2	34,5
II	270,3	155,3	134,6	-9,3	5,4	-14,7	70,9	15,4	55,5	93,8	8,8	84,9	-1,3
III	148,5	79,5	85,9	-3,9	-1,4	-2,5	0,6	-15,9	16,5	82,8	-2,6	85,4	-21,4
IV	123,3	147,5	139,9	1,9	-9,4	11,3	63,0	21,0	42,0	82,6	5,9	76,7	.
Tasas de crecimiento													
2003 III	5,3	5,5	4,3	2,9	33,1	0,8	4,6	1,1	6,4	7,1	-2,3	7,9	16,1
IV	4,9	5,1	4,6	3,7	36,5	1,3	3,4	0,2	5,0	7,2	-1,9	8,0	12,9
2004 I	4,6	4,6	4,7	3,9	26,5	2,0	1,9	-1,8	3,6	7,5	-0,7	8,2	22,8
II	4,6	5,0	5,4	3,4	29,1	1,2	2,3	-2,6	4,8	8,1	0,8	8,7	21,5
III	4,6	4,9	5,7	2,0	25,1	-0,1	2,1	-1,8	4,0	8,2	1,9	8,7	3,8
IV	4,5	5,2	5,9	-0,4	-1,7	-0,3	3,4	1,3	4,3	8,2	2,7	8,7	.

	Valores distintos de acciones emitidos por						Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras	
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo				A largo plazo
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2003 III	5.021,5	4.410,4	561,0	3.849,3	611,1	192,0	419,2	2.473,0	174,3	291,9
IV	4.959,5	4.336,5	548,4	3.788,1	623,0	196,7	426,4	2.726,3	181,7	292,5
2004 I	5.139,7	4.520,7	590,8	3.929,9	619,0	208,9	410,1	2.834,1	189,0	296,5
II	5.186,3	4.555,1	616,3	3.938,7	631,2	218,7	412,5	2.843,0	181,9	300,7
III	5.276,1	4.638,5	614,2	4.024,3	637,6	216,7	421,0	2.763,5	194,0	305,0
IV	5.281,2	4.645,4	581,9	4.063,5	635,8	213,9	421,8	2.980,9	213,5	299,5
Operaciones										
2003 III	48,0	39,0	-8,8	47,8	9,0	5,5	3,5	3,9	2,4	3,1
IV	4,0	-5,6	-15,6	10,0	9,6	0,8	8,8	0,2	7,4	4,4
2004 I	137,1	143,7	42,1	101,6	-6,7	12,2	-18,8	2,1	7,3	2,9
II	114,6	100,3	25,4	74,9	14,3	10,5	3,8	4,4	-7,1	3,1
III	47,8	39,4	-0,8	40,1	8,4	-1,0	9,5	5,9	12,1	3,2
IV	-50,7	-48,0	-32,6	-15,4	-2,7	-3,9	1,2	3,2	19,4	3,8
Tasas de crecimiento										
2003 III	6,7	6,0	13,8	5,0	12,1	27,7	6,1	0,7	13,2	4,4
IV	6,5	5,7	12,3	4,8	13,0	22,2	9,1	0,8	8,9	4,9
2004 I	6,1	6,1	9,9	5,6	6,0	13,8	2,5	1,0	7,5	4,8
II	6,0	6,3	7,6	6,1	4,3	15,6	-0,7	0,4	4,8	4,7
III	6,0	6,3	9,1	5,9	4,2	11,7	0,8	0,5	11,3	4,7
IV	5,0	5,4	6,2	5,3	2,1	9,1	-1,0	0,6	17,5	4,5

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												
2003 III	3.504,5	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	341,5	61,3	280,2	1.422,4	59,7	1.362,7
IV	3.598,1	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	336,6	61,6	275,0	1.459,4	59,1	1.400,3
2004 I	3.736,0	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	346,4	64,0	282,4	1.522,8	61,5	1.461,3
II	3.757,4	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	343,6	65,5	278,1	1.529,2	63,0	1.466,2
III	3.814,5	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	345,4	66,1	279,3	1.574,0	62,8	1.511,2
IV	3.901,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	340,1	68,4	271,6	1.622,5	61,2	1.561,3
Operaciones												
2003 III	33,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	0,9	-0,6	1,5	27,4	2,9	24,5
IV	67,8	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-5,3	0,0	-5,4	48,9	-1,4	50,3
2004 I	90,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	9,8	2,6	7,2	45,9	2,1	43,8
II	30,2	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,7	1,6	-4,3	24,5	1,0	23,5
III	46,2	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	1,8	0,7	1,2	25,1	-0,6	25,7
IV	54,5	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-5,6	2,2	-7,8	41,0	-0,8	41,8
Tasas de crecimiento												
2003 III	6,2	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,2	-17,4	5,2	10,2	25,8	9,6
IV	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-3,2	-11,3	-1,2	11,1	14,1	11,0
2004 I	7,1	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	2,6	3,4	2,4	10,4	10,8	10,4
II	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,8	5,8	-0,3	10,5	8,1	10,6
III	6,7	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	1,1	8,0	-0,4	10,1	1,8	10,5
IV	6,2	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	1,0	11,5	-1,3	9,4	2,9	9,6

	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														
2003 III	1.092,1	483,9	608,2	60,6	115,2	3.794,9	62,7	44,3	19,0	164,8	3.548,4	3.022,8	525,7	
IV	1.151,9	520,6	631,3	64,1	107,8	3.851,0	51,9	35,4	21,0	189,9	3.588,1	3.061,6	526,5	
2004 I	1.198,2	537,0	661,2	63,4	111,3	3.936,5	61,6	46,3	21,5	190,9	3.662,5	3.123,6	538,9	
II	1.207,0	535,8	671,2	63,6	112,2	3.993,4	69,6	53,7	22,0	193,3	3.708,6	3.165,5	543,1	
III	1.207,6	528,3	679,2	63,1	114,0	4.038,1	69,5	52,5	20,4	185,7	3.762,5	3.214,7	547,7	
IV	1.240,7	550,8	689,9	68,3	115,0	4.106,7	64,1	48,6	21,3	207,1	3.814,2	3.264,0	550,2	
Operaciones														
2003 III	9,6	4,6	5,0	-4,3	1,4	57,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,7	49,9	4,8	
IV	21,3	5,9	15,4	4,1	-7,2	45,9	-10,8	-8,9	1,9	5,0	49,8	49,5	0,2	
2004 I	16,6	-0,4	17,0	-0,8	3,6	80,6	9,6	10,8	0,4	0,8	69,8	56,4	13,4	
II	0,0	-7,4	7,4	-0,1	1,1	58,7	7,6	7,0	0,5	0,1	50,5	45,3	5,2	
III	9,0	3,4	5,6	-0,5	2,0	59,3	-0,1	-1,1	-1,3	2,1	58,6	52,9	5,7	
IV	7,6	2,1	5,5	5,3	1,5	49,9	-5,1	-3,6	0,6	0,1	54,3	50,8	3,5	
Tasas de crecimiento														
2003 III	4,0	-0,6	7,6	17,7	4,6	6,2	6,7	9,4	2,8	2,8	6,4	6,9	3,6	
IV	5,1	1,9	7,6	11,3	-1,0	6,9	12,9	12,7	13,4	6,2	6,8	7,3	4,2	
2004 I	6,5	3,2	8,8	5,9	-0,1	6,7	0,9	8,5	16,3	8,3	6,7	7,1	4,9	
II	4,5	0,6	7,5	-1,7	-0,9	6,5	14,0	18,8	18,4	3,5	6,4	6,8	4,5	
III	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,4	10,2	17,5	8,4	4,8	6,4	6,8	4,7	
IV	2,9	-0,4	5,6	6,2	7,6	6,5	23,3	36,9	1,5	1,6	6,5	6,7	5,3	

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 participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	351,8	1.136,1	-797,1	12,8	0,0	1.937,6	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	36,0
1998	417,0	1.201,3	-823,6	39,2	0,2	2.407,0	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	42,3
1999	451,2	1.290,9	-863,7	23,8	0,2	3.111,1	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	41,3
2000	500,0	1.394,2	-913,1	35,6	-16,7	2.897,2	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	10,0
2001	482,1	1.449,3	-973,6	4,4	2,0	2.574,7	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-35,3
2002	395,8	1.439,7	-1.035,0	-10,0	1,1	2.295,6	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	36,4
2003	409,6	1.464,9	-1.064,6	8,9	0,5	2.394,9	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	11,7

	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
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	457,7	1.482,8	-1.035,0	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	411,8	1.471,4	-1.064,6	5,1	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

#### 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
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,9	746,4	-597,8	360,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,3	647,2	437,1	55,0	174,1	194,9

#### 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
1997	167,8	374,7	-210,3	427,7	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3.852,4	16,0
1998	183,6	387,8	-215,1	440,7	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3.954,9	15,0
1999	192,2	418,2	-230,2	472,2	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4.105,3	14,1
2000	213,0	442,2	-240,3	420,3	66,2	35,3	122,6	245,9	406,9	607,5	226,4	224,7	4.329,8	14,0
2001	206,9	452,3	-257,6	398,2	180,7	82,7	45,4	229,1	429,0	650,1	176,2	174,3	4.619,4	14,1
2002	167,9	464,2	-291,3	472,6	220,6	83,1	-1,0	211,3	427,3	675,8	213,2	211,1	4.762,5	14,2
2003	184,6	485,0	-299,9	508,1	224,2	16,6	83,6	229,8	432,4	696,2	260,2	257,9	4.902,6	14,2

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

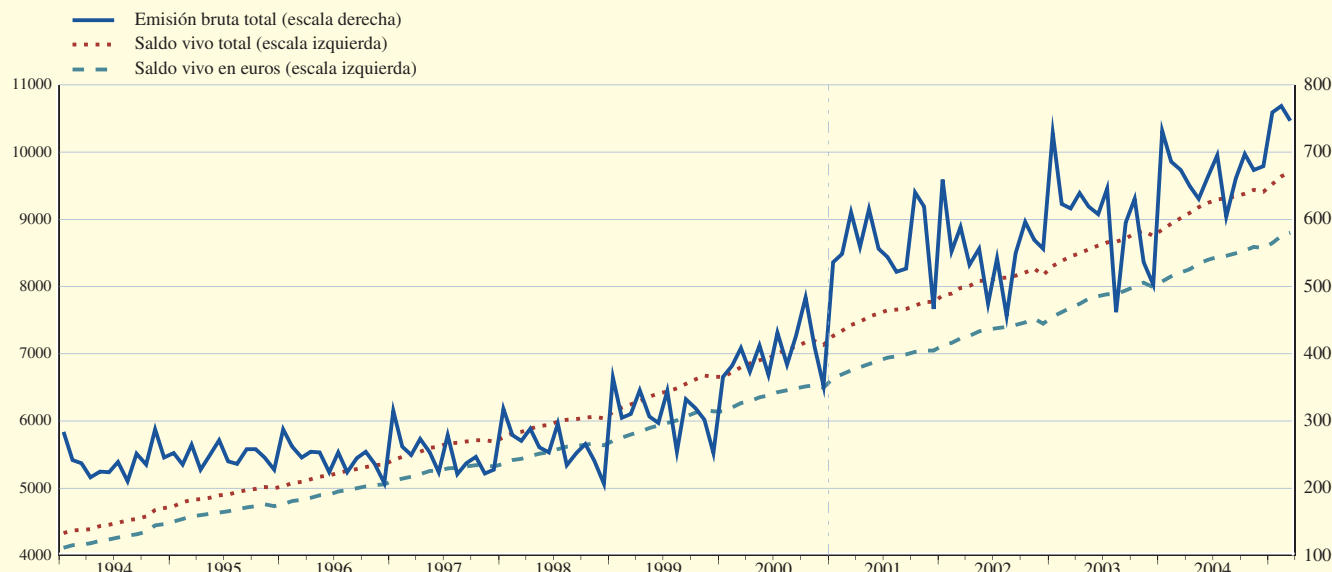
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de periodo; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2004 Mar	9.495,0	717,8	612,1	105,8	9.022,4	673,1	600,3	72,8	91,0	92,7	95,3	51,9
Abr	9.523,9	649,5	624,4	25,1	9.095,7	649,4	586,9	62,5	90,8	93,2	95,0	47,8
May	9.626,1	649,2	549,6	99,6	9.179,9	630,8	543,6	87,3	90,9	93,9	94,9	76,4
Jun	9.737,0	711,3	602,1	109,2	9.250,0	664,7	597,9	66,8	90,8	94,3	94,7	60,3
Jul	9.759,7	707,8	686,3	21,6	9.295,0	695,2	653,9	41,3	90,8	94,1	94,6	35,6
Ago	9.792,5	619,8	590,5	29,3	9.310,6	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
Sep	9.905,4	725,1	616,4	108,7	9.343,4	661,2	621,5	39,7	91,0	94,9	94,5	40,3
Oct	9.931,2	712,2	690,1	22,0	9.380,5	696,7	656,0	40,8	91,0	93,7	94,9	30,5
Nov	10.021,4	703,3	618,7	84,6	9.436,0	673,5	615,1	58,4	91,1	94,3	94,3	55,5
Dic	10.025,0	705,7	701,2	4,5	9.408,4	679,5	702,3	-22,8	91,1	95,2	95,2	-21,5
2005 Ene	10.091,0	763,2	709,3	53,9	9.522,6	759,5	675,8	83,7	90,8	93,8	95,6	66,1
Feb	10.211,1	792,4	675,4	117,0	9.636,0	768,4	654,2	114,2	90,9	94,5	95,1	103,8
Mar	10.319,1	795,0	687,3	107,7	9.702,0	746,6	691,8	54,8	90,7	93,9	94,9	44,7
<b>A largo plazo</b>												
2004 Mar	8.569,6	213,5	154,0	59,5	8.091,2	189,6	135,8	53,8	91,3	86,8	94,2	36,5
Abr	8.613,9	163,8	123,8	39,9	8.145,5	155,6	110,0	45,5	91,2	88,5	94,7	33,5
May	8.719,3	174,7	72,0	102,8	8.235,4	156,5	67,6	88,9	91,1	89,3	90,8	78,3
Jun	8.806,9	204,2	120,3	84,0	8.309,7	181,2	112,5	68,6	91,2	92,9	92,2	64,5
Jul	8.846,4	190,3	153,1	37,2	8.349,2	173,4	139,0	34,4	91,1	91,8	93,7	28,9
Ago	8.873,7	87,2	61,9	25,3	8.364,8	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
Sep	8.968,2	191,4	101,8	89,5	8.414,5	156,7	104,5	52,2	91,2	91,6	89,0	50,4
Oct	9.005,2	174,0	139,9	34,1	8.435,9	158,1	131,9	26,2	91,2	88,0	93,7	15,6
Nov	9.080,0	168,3	98,3	69,9	8.489,0	154,7	95,3	59,3	91,2	89,1	92,2	49,9
Dic	9.104,6	147,6	123,0	24,5	8.496,2	135,1	119,2	16,0	91,4	91,6	90,4	16,0
2005 Ene	9.175,0	198,4	137,6	60,8	8.585,5	195,0	130,7	64,3	91,1	89,7	93,8	52,2
Feb	9.290,8	220,3	106,9	113,3	8.688,2	198,7	95,5	103,1	91,2	90,4	89,5	94,2
Mar	9.366,9	200,9	125,1	75,7	8.754,3	181,3	122,7	58,6	91,1	89,0	90,0	50,9

### 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.

#### 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; valores nominales)

##### 1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003	8.749	3.353	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.408	3.710	742	593	4.114	250	91,1	84,1	90,5	87,6	97,7	95,6
2004 I	9.022	3.491	666	587	4.045	232	91,0	84,5	87,4	87,6	97,4	95,5
II	9.250	3.574	694	604	4.139	239	90,8	84,0	88,3	87,4	97,4	95,5
III	9.343	3.641	696	600	4.163	242	91,0	84,0	89,1	87,3	97,6	95,7
IV	9.408	3.710	742	593	4.114	250	91,1	84,1	90,5	87,6	97,7	95,6
2004 Dic	9.408	3.710	742	593	4.114	250	91,1	84,1	90,5	87,6	97,7	95,6
2005 Ene	9.523	3.742	745	601	4.178	256	90,8	83,6	90,4	87,6	97,6	95,6
Feb	9.636	3.800	749	606	4.223	258	90,9	83,6	90,7	87,7	97,6	95,7
Mar	9.702	3.842	762	612	4.227	259	90,7	83,3	90,8	87,8	97,6	95,7
A corto plazo												
2003	861	390	6	94	367	3	89,3	78,4	100,0	94,1	99,6	88,0
2004	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2004 I	931	417	5	102	403	4	88,3	76,9	100,0	94,7	98,3	84,4
II	940	420	5	108	402	5	88,0	76,3	100,0	95,2	98,2	83,7
III	929	412	6	100	405	6	88,9	77,8	96,2	95,5	98,5	85,8
IV	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2004 Dic	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2005 Ene	937	453	7	99	373	5	88,1	77,2	95,2	96,2	99,1	86,2
Feb	948	456	8	106	372	6	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	87,4
Mar	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
Total a largo plazo <sup>1)</sup>												
2003	7.888	2.963	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.496	3.263	734	503	3.751	245	91,4	84,9	90,5	86,2	97,6	95,8
2004 I	8.091	3.074	661	485	3.643	228	91,3	85,5	87,3	86,2	97,3	95,7
II	8.310	3.154	689	495	3.737	234	91,2	85,0	88,2	85,7	97,3	95,8
III	8.415	3.229	690	500	3.758	236	91,2	84,8	89,1	85,7	97,5	95,9
IV	8.496	3.263	734	503	3.751	245	91,4	84,9	90,5	86,2	97,6	95,8
2004 Dic	8.496	3.263	734	503	3.751	245	91,4	84,9	90,5	86,2	97,6	95,8
2005 Ene	8.586	3.290	738	502	3.805	250	91,1	84,5	90,3	85,9	97,4	95,8
Feb	8.688	3.344	741	500	3.851	252	91,2	84,4	90,6	85,8	97,5	95,9
Mar	8.754	3.387	754	507	3.853	254	91,1	84,2	90,7	86,0	97,5	95,9
Del cual: emitidos a tipo fijo												
2003	6.115	1.885	406	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.377	1.928	422	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 I	6.246	1.926	412	411	3.324	173	91,5	84,9	80,4	85,6	97,3	95,5
II	6.363	1.943	418	416	3.409	177	91,5	84,6	81,3	84,9	97,3	95,6
III	6.389	1.951	413	414	3.431	180	91,6	84,1	82,4	85,2	97,4	95,8
IV	6.377	1.928	422	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 Dic	6.377	1.928	422	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2005 Ene	6.440	1.943	424	410	3.472	191	91,5	83,6	83,9	85,1	97,4	95,6
Feb	6.493	1.957	424	407	3.513	193	91,6	83,6	84,3	85,0	97,4	95,8
Mar	6.521	1.972	432	413	3.508	196	91,5	83,4	84,6	85,2	97,4	95,8
Del cual: emitidos a tipo variable												
2003	1.580	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.867	1.146	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2004 I	1.636	1.008	246	62	265	55	91,1	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
II	1.715	1.048	268	65	277	57	90,8	86,7	98,8	89,7	97,5	96,2
III	1.770	1.100	274	73	268	56	90,6	86,7	98,9	87,5	97,5	96,3
IV	1.867	1.146	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2004 Dic	1.867	1.146	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2005 Ene	1.878	1.148	311	79	282	59	90,7	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
Feb	1.919	1.180	314	79	286	59	90,6	86,5	99,0	89,1	97,7	96,5
Mar	1.950	1.204	319	80	290	58	90,5	86,3	99,0	89,2	97,9	96,3

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de los 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 plazo a la emisión y sector emisor

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

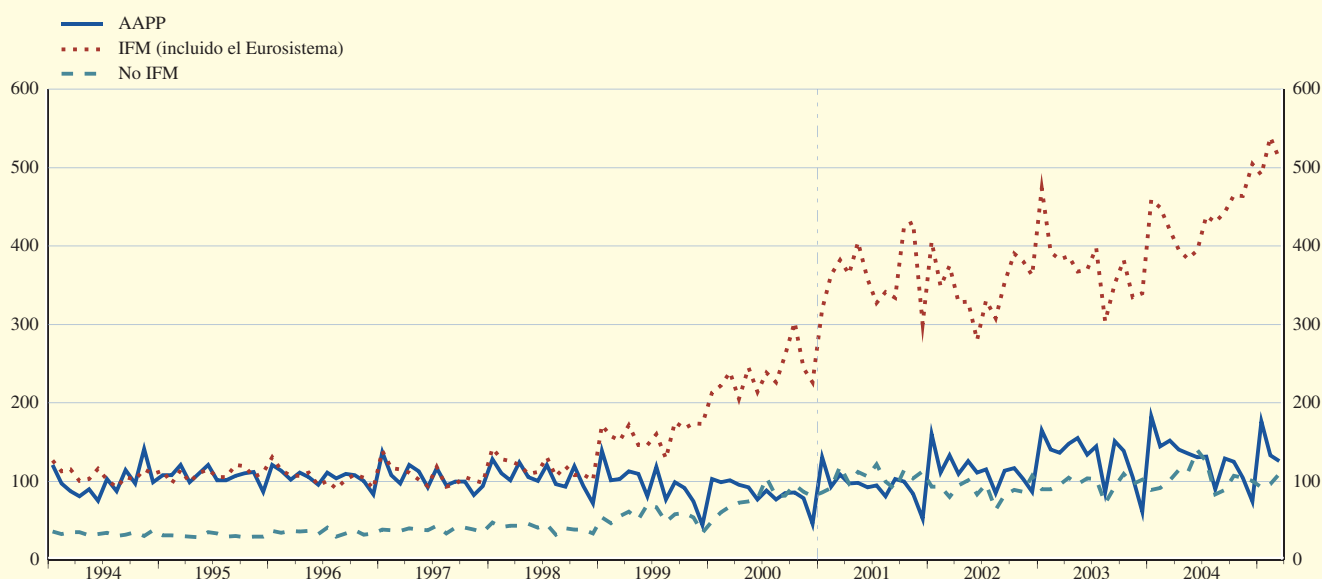
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo <sup>1)</sup>					
	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						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.206,3	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	87,4	1.284,7	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.044,9	5.249,8	227,8	1.027,9	1.457,1	82,4	1.192,1	406,7	75,6	60,4	614,0	35,5
2004 I	2.090,1	1.329,0	38,1	243,5	453,0	26,5	377,4	136,1	16,8	11,7	199,7	13,2
II	1.945,0	1.173,3	64,0	300,5	387,5	19,6	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
III	1.960,1	1.313,3	41,7	255,5	333,2	16,3	248,1	86,6	10,3	14,3	130,9	6,1
IV	2.049,8	1.434,1	83,9	228,4	283,4	20,0	258,8	92,7	26,7	14,7	116,6	8,1
2004 Dic	679,5	505,0	32,6	67,7	68,9	5,3	70,7	31,4	6,8	3,3	27,3	1,9
2005 Ene	759,5	490,8	9,8	82,3	166,2	10,4	142,2	44,7	4,0	3,6	82,9	6,9
Feb	768,4	539,0	15,0	81,1	125,8	7,6	127,4	50,9	5,1	3,3	63,6	4,6
Mar	746,6	511,1	24,9	84,6	119,1	7,0	117,6	43,0	11,0	8,3	51,9	3,4
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a largo plazo					
2003	5.332,7	3.698,2	41,3	796,1	767,6	29,4	507,8	336,8	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6.147,2	4.383,4	43,9	930,9	755,6	33,4	615,7	402,5	108,2	31,8	59,7	13,5
2004 I	1.539,0	1.072,1	10,0	224,7	223,7	8,4	146,4	105,3	11,3	6,6	18,4	4,9
II	1.451,7	969,5	11,1	271,1	191,3	8,8	159,7	97,0	31,1	7,8	21,1	2,7
III	1.554,7	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,7	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
IV	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	173,7	105,0	45,2	7,4	11,7	4,4
2004 Dic	544,4	435,9	3,5	61,4	41,2	2,4	58,1	31,9	22,3	2,9	0,0	1,0
2005 Ene	564,5	408,3	4,2	77,3	72,1	2,5	44,8	33,3	1,6	1,3	7,5	1,0
Feb	569,7	429,4	4,6	76,7	56,1	2,9	64,5	53,9	5,3	0,7	4,5	0,1
Mar	565,3	423,7	3,5	74,7	60,2	3,2	54,7	38,8	10,2	1,4	4,0	0,3

### C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



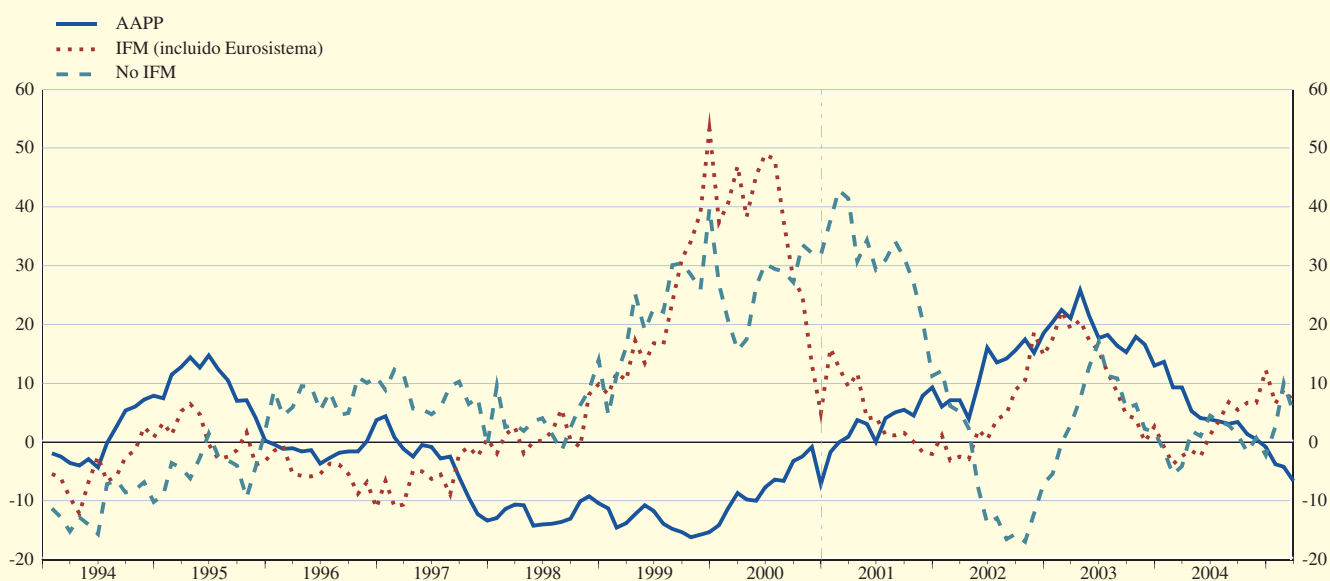
Fuente: BCE.

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

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

	Total						Corto 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	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2003	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,8	14,3	3,7	4,9	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 I	6,8	6,2	19,8	5,9	4,8	21,4	3,5	-1,5	-17,9	-1,8	11,4	7,7
II	6,9	7,9	14,6	2,2	5,0	18,5	1,7	-1,5	-16,6	2,1	5,2	16,9
III	7,1	8,5	12,4	3,6	5,2	16,4	3,9	4,6	-10,7	4,0	3,1	32,4
IV	6,8	8,8	10,9	3,0	4,6	14,5	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2004 Oct	6,6	8,7	10,2	3,2	4,4	14,3	3,4	6,7	4,5	-2,0	0,9	64,3
Nov	6,7	8,5	11,4	3,3	4,5	14,3	3,2	6,7	7,7	0,3	-0,2	77,9
Dic	7,1	9,3	12,1	1,6	4,9	14,2	5,0	12,3	22,3	-3,9	-1,3	51,2
2005 Ene	7,0	8,7	11,9	3,1	5,0	14,9	1,7	6,6	23,3	1,4	-4,1	32,7
Feb	7,3	9,3	11,2	3,4	5,3	12,8	3,3	8,9	45,7	8,2	-4,6	31,5
Mar	7,1	8,7	14,6	5,1	4,5	11,8	0,8	7,0	47,6	2,8	-7,0	36,2
En euros												
2003	6,4	3,8	30,6	9,4	4,4	25,0	15,6	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,2
2004	6,6	6,6	17,8	2,8	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	29,5
2004 I	6,7	5,3	23,7	5,9	4,9	20,6	4,3	-0,9	-17,9	-2,5	11,3	8,4
II	6,5	6,6	18,1	1,4	5,0	18,1	1,5	-2,4	-15,5	1,7	5,0	14,6
III	6,7	7,0	16,2	2,4	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,4	3,0	28,8
IV	6,4	7,6	14,3	1,9	4,6	14,5	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2004 Oct	6,2	7,5	13,3	2,1	4,4	14,4	3,1	6,5	0,3	-1,2	1,1	69,3
Nov	6,3	7,3	15,0	2,1	4,5	14,2	3,3	7,3	2,6	1,3	-0,1	91,5
Dic	6,8	8,4	15,3	0,4	4,8	14,4	5,1	14,5	15,1	-2,5	-1,4	49,7
2005 Ene	6,6	7,3	15,3	2,4	4,8	15,0	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
Feb	6,8	7,8	14,4	2,8	5,2	12,9	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,6
Mar	6,7	7,3	18,2	4,8	4,5	12,0	0,8	7,9	42,8	5,0	-6,8	39,2

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



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.



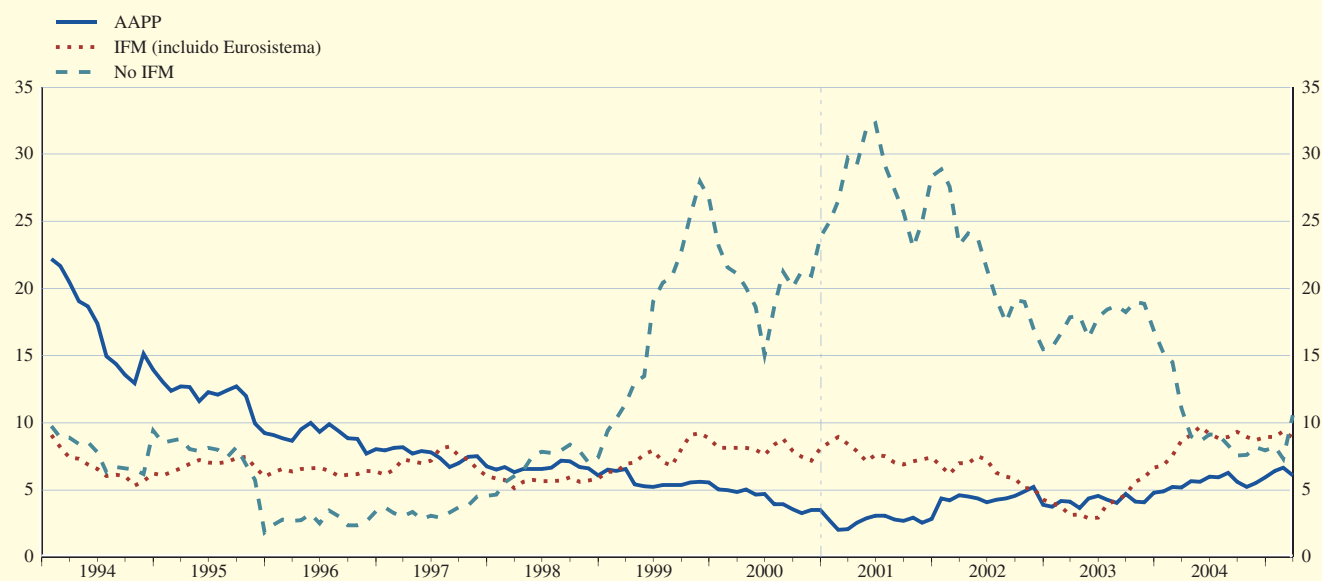
#### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,4	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,1	7,6	3,1	5,7	14,7	16,2	18,3	27,7	8,3	0,3	26,5
2004 I	5,6	3,1	12,5	8,5	5,3	18,4	13,5	15,3	35,9	-8,8	-4,4	33,6
II	5,4	3,9	9,4	2,5	5,8	15,2	15,8	18,8	25,7	-2,3	0,8	30,2
III	4,9	3,0	4,8	1,1	6,1	13,5	17,5	19,0	27,6	18,4	3,0	25,2
IV	4,3	2,3	4,0	0,7	5,6	12,2	17,7	20,0	22,9	29,5	2,0	18,8
2004 Oct	4,2	2,3	3,3	1,7	5,4	12,0	17,3	20,4	22,3	26,9	0,1	18,6
Nov	4,1	1,8	4,8	0,4	5,5	11,7	18,3	20,4	22,9	32,6	3,5	19,1
Dic	4,5	2,6	4,7	-1,1	5,9	12,6	17,9	19,1	23,9	33,1	4,8	17,2
2005 Ene	4,8	3,0	5,2	-0,7	6,0	14,7	17,9	18,4	22,6	30,2	9,1	14,4
Feb	4,9	2,8	4,1	-1,8	6,7	12,7	18,2	20,2	22,1	28,1	6,5	11,9
Mar	4,6	2,6	6,0	1,4	5,6	13,4	18,6	18,9	28,2	29,6	9,0	5,1
En euros												
2003	4,6	0,1	20,5	12,2	4,2	21,3	8,6	7,7	51,3	-8,9	-9,3	43,8
2004	4,8	1,3	11,8	1,8	5,8	14,7	15,6	17,6	27,8	8,6	0,3	25,4
2004 I	5,4	1,6	17,1	8,1	5,4	17,7	13,1	14,4	35,7	-6,0	-4,6	32,1
II	5,1	2,0	13,8	1,0	5,8	15,0	15,3	18,1	25,7	-0,3	0,8	28,9
III	4,7	1,2	9,1	-0,5	6,2	13,8	16,8	18,1	27,8	15,9	3,0	24,1
IV	4,0	0,4	8,1	-0,9	5,6	12,4	17,1	19,4	23,2	27,0	2,0	18,1
2004 Oct	3,9	0,3	7,1	0,3	5,5	12,4	16,7	19,9	22,6	24,1	0,1	17,8
Nov	3,7	-0,3	9,3	-1,2	5,4	11,7	17,7	19,7	23,3	29,9	3,6	18,2
Dic	4,2	0,7	8,7	-3,0	5,8	12,7	17,4	18,2	24,2	32,1	4,8	18,0
2005 Ene	4,4	0,8	9,5	-2,3	5,9	14,7	17,3	17,4	22,9	29,4	9,2	15,1
Feb	4,5	0,4	8,0	-3,5	6,6	12,7	17,3	18,7	22,4	27,4	6,6	12,4
Mar	4,3	0,6	10,4	0,3	5,5	13,6	17,7	17,2	28,5	29,2	9,4	5,3

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

(tasas de variación)



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)

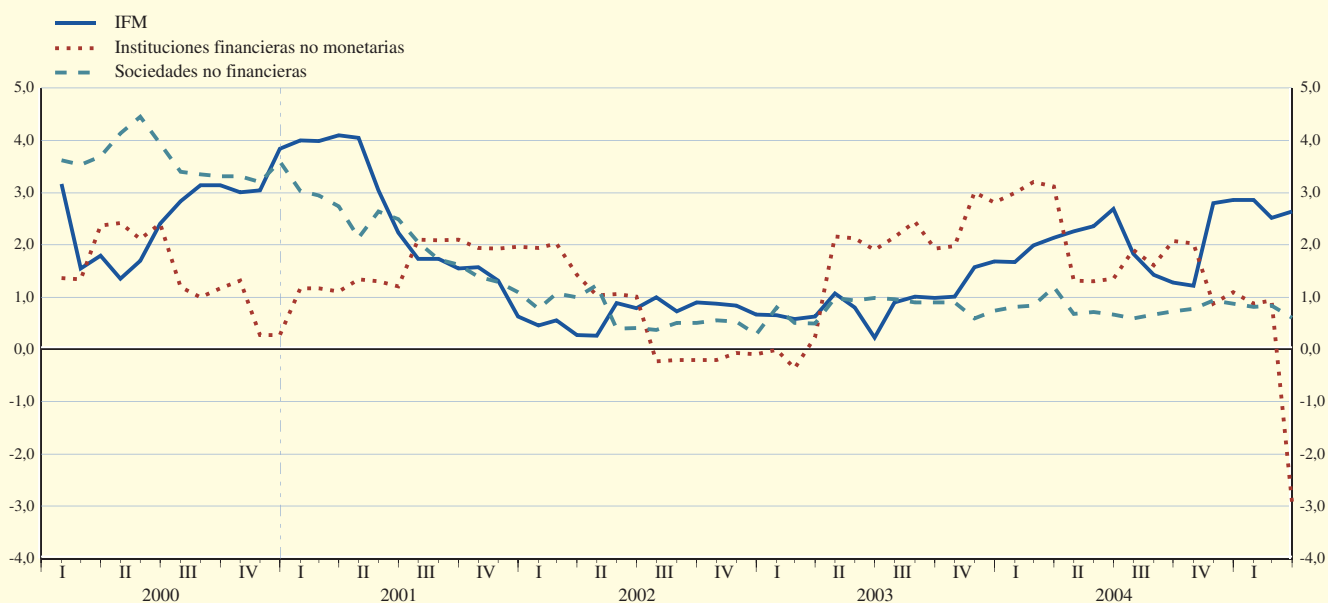
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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
2003 Mar	2.763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,3	0,5
Abr	3.113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.349,8	1,0
May	3.145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,7	0,9
Jun	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
Jul	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,6	1,0
Ago	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
Sep	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
Oct	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
Nov	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
Dic	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 Ene	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
Mar	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
Abr	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,4	2.845,7	0,7
Jul	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,0	0,8
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,9	2.896,2	0,9
Dic	4.034,6	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2.985,3	0,9
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,9	3.063,3	0,8
Feb	4.254,5	102,6	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.141,5	0,8
Mar	4.242,4	102,4	0,6	677,7	2,6	421,8	-2,9	3.142,9	0,6

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

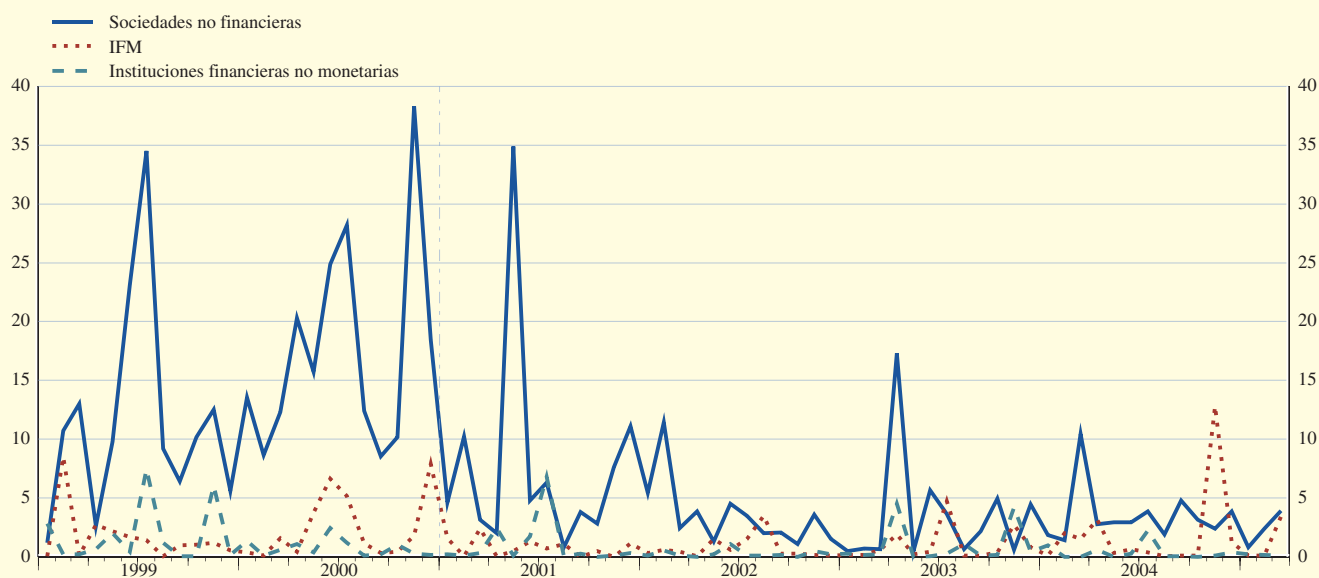
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 Mar	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
Abr	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
May	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Jun	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Jul	8,6	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
Ago	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
Sep	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
Oct	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dic	5,7	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,6	3,8
2004 Ene	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Feb	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
Mar	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
Abr	6,5	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	0,5	2,3
May	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Jun	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
Jul	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Ago	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
Sep	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,2	0,5	2,7	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,5	2,7
Nov	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
Dic	5,5	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	1,4	2,4
2005 Ene	1,1	1,8	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,8	-1,0
Feb	2,6	0,6	2,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	2,4	0,5	1,9
Mar	7,5	18,5	-11,0	3,4	0,9	2,6	0,1	16,8	-16,7	3,9	0,8	3,1

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

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



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	1,96	2,57	0,87	1,97	2,04	3,46	1,95
May	0,71	1,86	2,15	2,43	1,94	2,56	0,86	1,96	2,07	3,74	1,95
Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	1,96	2,55	0,87	1,99	2,32	3,76	1,97
Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,60	4,00	1,98
Ago	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	2,53	0,87	1,98	2,37	3,99	1,98
Sep	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,32	3,68	1,99
Oct	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,34	3,56	2,00
Nov	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,23	3,39	2,02
Dic	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02
2005 Ene	0,73	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,26	2,05
Feb	0,74	1,95	2,19	2,32	1,97	2,49	0,92	2,03	2,25	3,47	2,03
Mar	0,74	1,94	2,16	2,40	1,97	2,47	0,93	2,00	2,35	3,17	1,99

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 Abr	9,91	6,84	6,61	8,30	7,74	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
May	9,81	6,72	6,73	8,28	7,83	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Jun	9,79	6,59	6,74	8,42	7,87	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Jul	9,79	6,64	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Ago	9,86	7,08	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sep	9,60	6,92	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Oct	9,53	6,80	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov	9,48	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
Dic	9,53	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Ene	9,61	6,97	6,81	8,32	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Feb	9,66	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49
Mar	9,61	6,62	6,72	8,11	7,82	3,39	3,89	4,34	4,27	3,97	3,83	4,58	4,52

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2004 Abr		5,44	3,88	4,75	4,70	2,99	3,29	4,21
May		5,41	4,00	4,62	4,59	3,00	3,31	4,21
Jun		5,40	3,97	4,81	4,71	2,99	3,29	4,08
Jul		5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,29	4,27
Ago		5,44	4,06	4,89	4,73	2,98	3,12	4,30
Sep		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,41	4,46
Oct		5,39	4,02	4,87	4,64	2,99	3,30	4,27
Nov		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,41	4,31
Dic		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Ene		5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,08
Feb		5,32	3,91	4,76	4,36	3,02	3,34	3,82
Mar		5,28	3,88	4,51	4,32	3,03	3,52	4,07

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

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

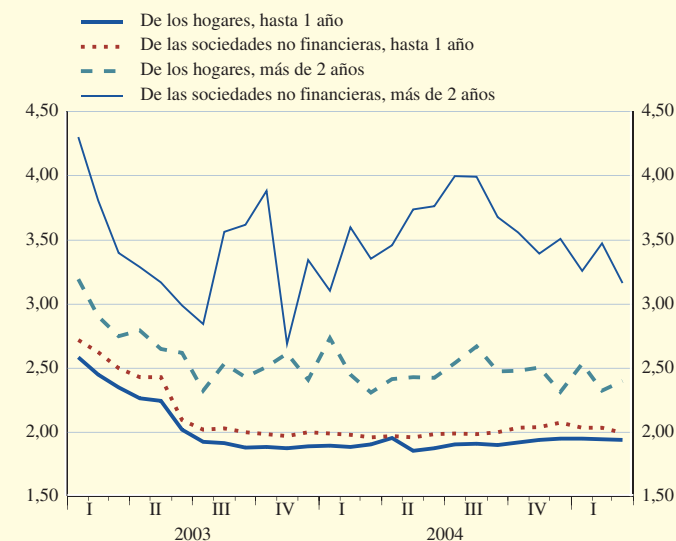
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 Abr	0,70	1,90	3,31	1,96	2,57	0,87	2,07	4,03	1,94	
May	0,71	1,89	3,27	1,94	2,56	0,86	2,07	4,04	1,95	
Jun	0,70	1,88	3,28	1,96	2,55	0,87	2,09	4,03	1,96	
Jul	0,70	1,89	3,26	1,94	2,55	0,86	2,09	4,03	1,97	
Ago	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98	
Sep	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97	
Oct	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,10	3,89	1,98	
Nov	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00	
Dic	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02	
2005 Ene	0,73	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,68	2,01	
Feb	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,65	2,00	
Mar	0,74	1,90	3,22	1,97	2,47	0,93	2,09	3,69	1,99	

#### 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
2004 Abr	4,86	4,75	5,02	8,27	7,20	5,87	4,43	4,01	4,58
May	4,87	4,73	4,99	8,22	7,14	5,83	4,41	3,99	4,54
Jun	4,83	4,72	4,97	8,14	7,15	5,90	4,43	4,00	4,54
Jul	4,84	4,64	4,94	8,16	7,10	5,85	4,43	4,00	4,52
Ago	4,81	4,61	4,91	8,17	7,06	5,86	4,42	3,97	4,51
Sep	4,82	4,58	4,90	8,06	7,13	5,85	4,45	3,99	4,52
Oct	4,69	4,54	4,88	8,05	7,07	5,80	4,41	3,97	4,48
Nov	4,67	4,52	4,86	7,94	6,98	5,82	4,40	3,96	4,48
Dic	4,72	4,50	4,83	7,95	7,01	5,80	4,34	3,97	4,44
2005 Ene	4,66	4,45	4,79	8,08	6,96	5,77	4,42	3,90	4,41
Feb	4,62	4,45	4,76	8,07	7,02	5,76	4,40	3,92	4,46
Mar	4,68	4,38	4,78	8,10	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40

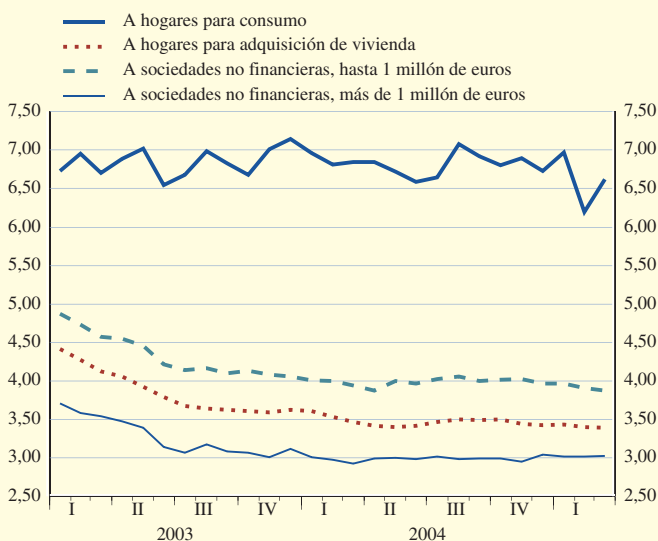
#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

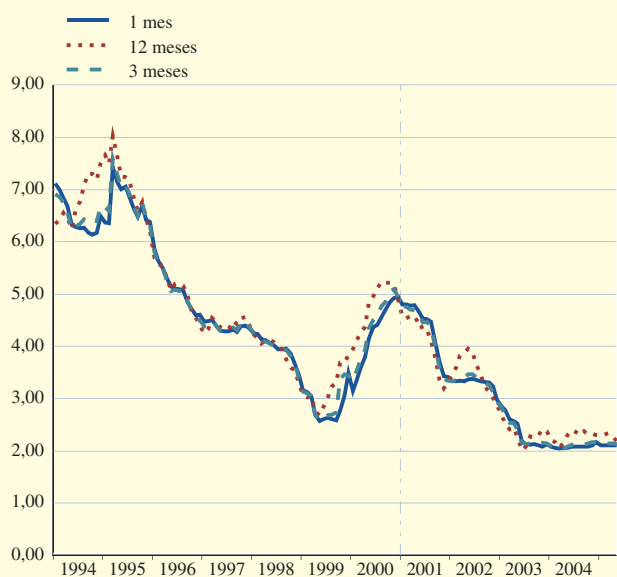
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
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
2004 I	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
II	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
III	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2004 May	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Jun	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Jul	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Ago	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
Sep	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
Oct	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
Nov	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
Dic	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Ene	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Feb	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
Mar	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05
Abr	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
May	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05

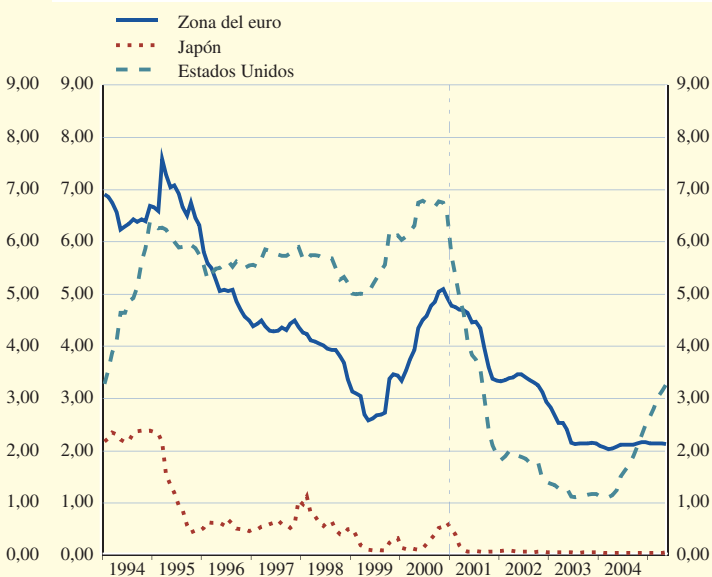
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

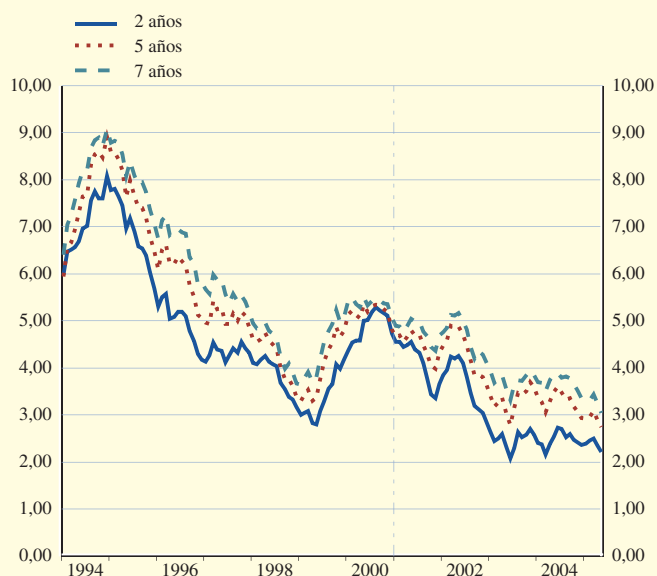
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(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
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
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
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
II	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
III	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2004 May	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Jun	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
Jul	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Ago	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
Sep	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
Oct	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
Nov	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
Dic	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Ene	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Feb	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
Mar	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
Abr	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
May	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27

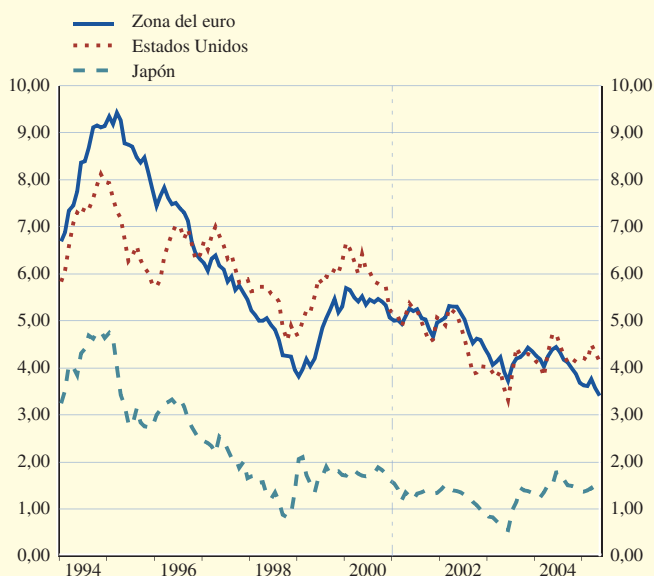
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

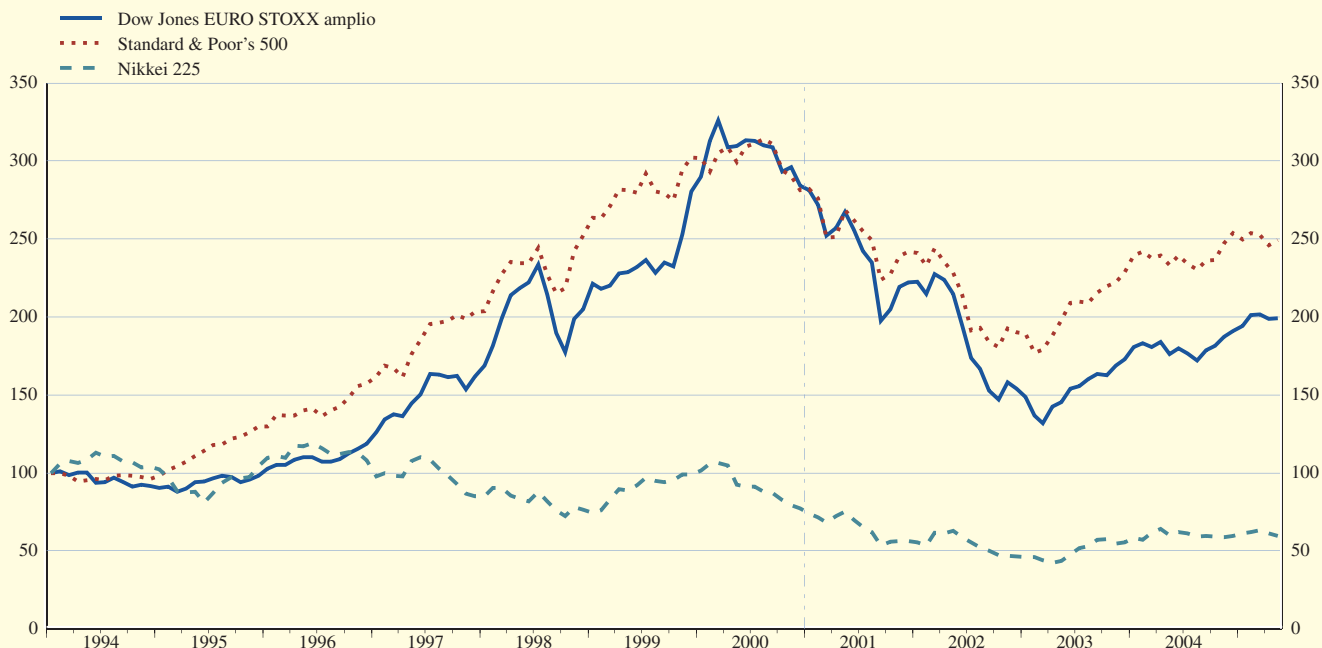
#### 4.8 Índices bursátiles

(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	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
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
2004 I	251,6	2.846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,7	10.996,9
II	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
III	244,0	2.708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
2004 May	244,4	2.728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,6	11.141,0
Jun	249,8	2.792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,9	11.527,7
Jul	245,2	2.730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,7	11.390,8
Ago	238,9	2.646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3
Sep	248,0	2.748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,5	11.076,8
Oct	252,1	2.794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1.118,1	11.028,9
Nov	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5
Dic	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3
2005 Ene	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,2
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,5
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
May	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.





# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 I	114,4	1,7	2,0	1,1	2,6	0,6	1,0	-0,6	0,3	1,2	0,7
II	115,8	2,3	2,1	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	3,3	0,6
III	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
IV	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 I	116,7	2,0	1,6	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2004 Dic	116,9	2,4	2,1	2,0	2,7	0,1	1,1	0,6	0,0	-1,8	0,2
2005 Ene	116,2	1,9	1,7	1,6	2,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,1
Feb	116,6	2,1	1,6	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,7	-0,1	1,4	0,2
Mar	117,4	2,1	1,6	1,9	2,5	0,4	0,1	0,5	0,1	2,4	0,3
Abr	117,9	2,1	1,4	2,0	2,2	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1
May <sup>2)</sup>	.	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 I	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
II	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
III	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 I	1,6	2,3	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,4
2004 Dic	2,0	3,2	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 Ene	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5
Feb	1,9	2,6	0,7	1,8	0,2	7,7	2,5	2,0	2,9	-1,8	2,3	3,5
Mar	1,5	1,6	1,3	2,1	0,3	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,5	3,4
Abr	1,3	1,6	0,8	2,4	0,3	10,2	2,6	2,1	2,3	-1,7	1,9	3,5
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

2) Basado en las primeras estimaciones efectuadas por Alemania, España e Italia (y, cuando estén disponibles, por otros Estados miembros), así como en información provisional sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <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)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>5)</sup>															
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	6,0	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	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	2,2	7,0	-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	2,7	7,2	18,4	10,8	30,5
2004 I	103,9	0,2	0,2	0,9	1,0	0,3	1,2	0,4	1,3	-2,6	1,8	-	-2,5	9,8	25,0
II	105,3	2,0	2,5	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,7	3,7	2,1	6,8 <sup>6)</sup>	28,8	20,9	29,3
III	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	-	26,9	11,9	33,3
IV	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	7,3 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,0	1,6	1,2	1,4	1,1	10,1	.	-	22,9	1,9	36,6
2004 Dic	107,0	3,5	3,8	2,9	5,4	1,3	1,5	1,1	1,5	7,0	-	-	12,8	-0,2	30,0
2005 Ene	107,7	4,0	3,7	3,0	5,5	1,6	1,3	1,3	1,3	8,4	-	-	20,7	3,1	33,6
Feb	108,1	4,2	3,9	2,9	5,2	1,7	1,3	1,5	1,3	10,0	-	-	23,7	3,1	35,2
Mar	108,9	4,2	3,9	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,8	-	-	24,1	-0,4	40,4
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	22,2	-1,9	41,4
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	12,8	0,9	39,4

### 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,6	3,7	3,9	3,0	3,5	4,0	3,3	2,6
2002	107,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,2	2,7
2003	110,2	2,7	2,6	3,2	2,6	3,4	2,9	2,4
2004	112,7	2,3	2,4	2,2	2,6	2,4	2,2	2,2
2004 I	111,8	3,0	3,1	2,6	3,5	2,8	2,6	2,3
II	112,4	2,2	2,3	1,9	2,4	2,0	2,2	2,2
III	113,0	1,9	1,9	1,7	1,9	2,3	1,9	2,0
IV	113,6	2,4	2,3	2,5	2,7	2,5	2,1	2,1
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	2,2

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 13 y 14), Thomson Financial Datastream (columna 15), 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. I IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

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

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

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,6	1,8	1,1	0,6
2002	105,0	2,5	2,2	2,1	2,6	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,1	2,0	1,7	1,8	2,6	1,3	-0,8	-1,6
2004	109,1	1,8	2,0	2,1	0,7	2,7	1,3	1,5
2004 I	108,3	1,9	1,4	1,7	1,1	1,9	-0,6	-2,5
II	109,0	2,1	2,1	2,3	1,1	2,6	1,4	1,4
III	109,3	1,6	2,0	2,2	-0,5	3,1	2,1	3,3
IV	109,7	1,8	2,3	2,2	1,0	3,2	2,3	4,0
2005 I	110,4	1,9	2,4	1,9	1,5	3,2	2,0	3,3

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

3) Los 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>									
2001	6.898,4	6.795,9	3.970,4	1.373,8	1.450,3	1,5	102,5	2.560,0	2.457,5
2002	7.139,2	6.965,6	4.088,3	1.445,8	1.442,3	-10,8	173,6	2.597,3	2.423,7
2003	7.334,0	7.187,9	4.207,5	1.501,8	1.466,6	12,0	146,2	2.591,5	2.445,3
2004	7.598,1	7.450,5	4.347,8	1.551,2	1.527,8	23,6	147,6	2.774,6	2.627,0
2004 I	1.876,3	1.830,0	1.073,3	382,8	372,9	1,0	46,3	667,5	621,2
II	1.897,1	1.853,6	1.081,6	388,6	380,2	3,2	43,5	693,0	649,5
III	1.907,7	1.875,7	1.090,9	389,2	385,0	10,6	32,0	704,9	673,0
IV	1.916,9	1.891,1	1.102,0	390,6	389,7	8,8	25,8	709,1	683,2
2005 I	1.938,2	1.901,9	1.108,0	394,7	388,4	10,8	36,3	709,3	672,9
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	98,1	57,2	20,4	20,1	0,3	1,9	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 I	0,7	0,2	0,5	0,3	-0,5	-	-	1,5	0,3
II	0,4	0,3	0,1	0,7	0,4	-	-	2,7	2,7
III	0,3	0,8	0,3	0,9	0,5	-	-	1,0	2,4
IV	0,2	0,4	0,6	0,2	0,8	-	-	0,3	0,9
2005 I	0,5	0,0	0,3	-0,2	-0,7	-	-	0,2	-1,1
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,7	1,0	1,9	2,2	0,1	-	-	3,6	1,9
2002	0,9	0,3	0,9	2,6	-2,4	-	-	2,1	0,5
2003	0,7	1,4	1,1	1,3	0,4	-	-	0,6	2,5
2004	2,0	2,0	1,3	1,4	1,9	-	-	6,1	6,3
2004 I	1,5	1,3	1,2	2,7	1,0	-	-	3,3	2,7
II	2,1	1,4	1,1	2,7	1,6	-	-	7,8	6,3
III	1,8	2,3	1,0	2,9	1,8	-	-	6,2	7,8
IV	1,5	1,7	1,6	2,1	1,2	-	-	5,5	6,4
2005 I	1,3	1,5	1,3	1,6	1,0	-	-	4,2	4,8
<i>contribuciones a las tasas de variación del PIB en puntos porcentuales</i>									
2001	1,7	1,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,5	-0,2	0,6	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,7	-	-
2004	2,0	1,9	0,8	0,3	0,4	0,5	0,1	-	-
2004 I	1,5	1,2	0,7	0,5	0,2	-0,2	0,3	-	-
II	2,1	1,4	0,6	0,5	0,3	-0,2	0,7	-	-
III	1,8	2,2	0,6	0,6	0,4	0,7	-0,4	-	-
IV	1,5	1,7	0,9	0,4	0,3	0,1	-0,2	-	-
2005 I	1,3	1,5	0,7	0,3	0,2	0,2	-0,1	-	-

Fuente: Eurostat.

- 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.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI <sup>1)</sup>	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	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.366,1	159,7	1.383,4	360,5	1.341,7	1.718,9	1.401,8	184,8	717,1
2002	6.595,5	155,0	1.398,5	373,9	1.392,3	1.803,4	1.472,4	197,0	740,8
2003	6.776,8	155,1	1.411,0	389,2	1.423,8	1.867,9	1.529,7	208,6	765,8
2004	7.009,7	157,1	1.453,0	411,6	1.465,2	1.951,4	1.571,4	213,4	801,8
2004 I	1.731,1	39,2	358,7	100,4	361,6	480,4	390,7	53,6	198,8
II	1.754,1	39,5	364,6	102,5	366,3	486,9	394,3	54,8	197,8
III	1.758,3	38,8	365,2	103,2	368,5	490,8	391,7	52,1	201,6
IV	1.766,2	39,5	364,4	105,5	368,8	493,3	394,7	52,9	203,6
2005 I	1.783,8	39,6	369,4	105,6	374,4	496,0	398,9	53,3	207,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,8	22,4	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 I	0,7	2,9	0,5	0,5	1,0	1,0	-0,2	2,8	1,4
II	0,8	2,4	1,0	0,6	0,9	0,9	0,3	2,3	-2,8
III	-0,1	-0,9	-0,2	-1,1	0,1	0,1	0,1	-6,2	1,2
IV	0,1	1,2	-0,5	0,4	0,0	0,2	0,6	2,2	1,1
2005 I	0,4	-1,9	0,7	-2,2	1,4	0,5	-0,1	0,2	1,1
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	2,0	-1,3	1,3	0,9	2,5	2,8	1,8	5,5	0,9
2002	1,0	-0,2	-0,2	-0,4	1,2	1,4	2,2	2,6	0,5
2003	0,7	-3,9	-0,1	0,5	0,5	1,7	1,3	3,3	1,0
2004	2,1	6,1	2,4	1,4	2,0	2,1	1,6	2,9	1,3
2004 I	1,4	3,0	0,8	1,7	1,2	2,1	1,2	4,6	3,7
II	2,5	7,6	3,0	1,7	2,2	2,9	1,2	7,4	0,1
III	1,8	7,8	2,1	0,4	1,6	2,2	0,9	-0,7	1,2
IV	1,6	5,7	0,8	0,4	2,1	2,2	0,8	0,7	0,8
2005 I	1,3	0,7	1,0	-2,3	2,5	1,7	0,9	-1,8	0,5
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2001	2,0	0,0	0,3	0,1	0,5	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5	-	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,3	-	-
2004	2,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,3	-	-
2004 I	1,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	-	-
II	2,5	0,2	0,7	0,1	0,5	0,8	0,3	-	-
III	1,8	0,2	0,5	0,0	0,3	0,6	0,2	-	-
IV	1,6	0,1	0,2	0,0	0,4	0,6	0,2	-	-
2005 I	1,3	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,2	-	-

Fuente: Eurostat.

1) La utilización de servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) se trata como consumo intermedio que no se distribuye por ramas.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero			No duradero
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,8
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,3	3,0	0,0
2004	2,1	102,2	1,9	2,0	1,9	1,8	2,9	0,5	-0,1	0,7	2,5	0,2
2004 II	3,2	102,4	3,0	3,2	3,1	2,6	4,7	1,5	2,9	1,2	2,7	-0,2
III	2,9	102,6	2,8	3,0	2,8	2,8	5,0	0,4	-0,6	0,5	2,5	-0,2
IV	1,2	102,3	1,1	0,8	0,5	1,1	1,7	-0,2	-3,5	0,4	2,7	-0,1
2005 I	.	102,2	0,8	0,5	0,4	0,9	1,8	-0,3	-3,6	0,3	1,4	.
2004 Oct	1,4	102,4	1,3	1,3	1,1	1,4	4,8	-0,8	-2,5	-0,5	-0,7	-1,1
Nov	-0,4	102,1	0,8	0,2	0,0	0,8	0,7	-0,6	-4,3	0,0	3,9	0,0
Dic	2,8	102,4	1,2	0,8	0,5	1,1	-0,5	1,0	-3,9	1,9	4,7	1,0
2005 Ene	.	102,7	2,1	2,6	2,5	3,3	2,8	1,3	-2,7	2,0	0,1	.
Feb	.	102,1	0,4	0,1	-0,2	0,1	1,3	-0,6	-4,0	0,0	2,1	.
Mar	.	101,9	0,0	-0,9	-1,0	-0,4	1,4	-1,5	-3,9	-1,1	2,0	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Oct	-0,4	-	-0,5	-0,6	-0,6	-0,4	0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-1,0	-0,6
Nov	-0,8	-	-0,3	-0,6	-0,6	-0,1	-1,8	-0,3	-1,3	-0,1	0,6	0,7
Dic	1,5	-	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,4	1,0	0,1	1,2	1,4	1,9
2005 Ene	.	-	0,3	0,6	0,8	0,8	1,2	0,1	0,6	0,0	-2,5	.
Feb	.	-	-0,6	-1,2	-1,2	-1,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,1	3,9	.
Mar	.	-	-0,1	-0,5	-0,5	-0,8	1,0	-0,3	-0,5	-0,3	1,4	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,1	8,4	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	922	1,1
2004 II	107,5	12,0	106,0	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,2	-0,3	2,3	928	3,1
III	105,4	7,5	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,7	1,8	904	-3,4
IV	110,1	10,0	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2005 Q1	106,3	2,8	106,7	2,6	1,4	102,8	0,5	0,4	0,8	0,3	0,2	920	0,4
2004 Nov	107,8	13,3	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,3	0,5	2,5	0,9	953	4,8
Dic	116,3	17,0	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,3	1,1	926	1,9
2005 Ene	108,2	6,7	106,3	5,5	0,7	102,6	-0,6	-1,0	0,2	-1,8	-1,0	921	1,5
Feb	105,7	3,2	107,0	3,5	2,0	102,8	0,8	1,5	0,6	-0,6	0,6	908	-2,3
Mar	105,1	-0,8	106,9	-0,6	1,8	103,0	1,3	0,4	0,8	3,4	0,7	930	1,7
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	939	1,0
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2004 Nov	-	1,6	-	3,6	0,5	-	0,0	0,5	-0,2	-0,2	-0,6	-	0,5
Dic	-	7,8	-	0,2	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,5	-	-2,8
2005 Ene	-	-6,9	-	-2,1	0,5	-	0,4	-0,1	0,9	1,0	0,0	-	-0,5
Feb	-	-2,4	-	0,6	0,2	-	0,2	0,5	-0,4	-0,5	0,5	-	-1,4
Mar	-	-0,6	-	0,0	0,0	-	0,2	-0,7	0,2	1,2	0,2	-	2,4
Abr	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	0,9

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

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias 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				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					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
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 I	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
II	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
III	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
IV	100,9	-3	-12	8	10	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2005 I	99,0	-6	-15	11	6	81,4	-13	-3	-13	29	-8
2004 Dic	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 Ene	100,8	-5	-11	9	7	81,9	-13	-3	-13	28	-7
Feb	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
Mar	97,5	-8	-17	12	6	-	-14	-3	-13	31	-9
Abr	96,5	-9	-19	13	4	80,9	-13	-3	-14	29	-8
May	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-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
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 I	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
II	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
III	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
IV	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 I	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2004 Dic	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 Ene	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
Feb	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
Mar	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19
Abr	-14	-21	-7	-8	-12	14	1	8	1	6	18
May	-13	-19	-8	-8	-13	11	1	10	1	11	16

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	18,2	7,3	24,9	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,506	1,5	1,7	0,4	-0,7	0,3	0,9	1,6	3,8	1,5
2002	135,460	0,7	0,8	0,1	-1,5	0,1	0,1	0,5	2,7	1,9
2003	135,832	0,3	0,3	0,3	-1,9	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,2
2004	136,654	0,6	0,5	1,4	-0,4	-1,6	1,7	0,7	2,5	0,8
2003 IV	135,827	0,2	0,2	0,5	-1,4	-1,6	0,0	0,7	1,1	0,9
2004 I	136,010	0,3	0,2	0,7	-1,4	-2,2	0,0	0,7	2,4	0,8
II	136,346	0,5	0,4	1,3	-0,9	-1,6	0,7	0,9	2,6	0,7
III	136,640	0,6	0,4	1,8	0,1	-1,7	2,8	0,6	2,4	0,8
IV	136,916	0,9	0,8	1,6	0,7	-0,8	3,2	0,8	2,4	0,9
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2003 IV	0,031	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,2
2004 I	0,183	0,1	0,3	-0,5	-0,4	-0,7	0,0	0,1	1,0	0,3
II	0,336	0,2	0,2	0,8	0,0	0,1	0,7	0,3	0,3	0,2
III	0,294	0,2	0,0	1,4	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,6	0,1
IV	0,276	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,5	0,1	0,5	0,3

#### 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		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,011	7,8	8,087	6,6	2,924	16,1	5,034	6,3	5,977	9,9
2002	11,737	8,3	8,720	7,0	3,017	16,8	5,509	6,9	6,228	10,1
2003	12,515	8,7	9,397	7,5	3,117	17,6	5,963	7,4	6,552	10,5
2004	12,849	8,9	9,714	7,6	3,135	18,0	6,153	7,6	6,696	10,5
2004 I	12,821	8,9	9,638	7,6	3,182	18,1	6,125	7,5	6,696	10,6
II	12,865	8,9	9,682	7,6	3,183	18,2	6,134	7,5	6,730	10,6
III	12,862	8,9	9,752	7,6	3,110	17,9	6,124	7,5	6,737	10,6
IV	12,841	8,8	9,758	7,6	3,082	17,8	6,242	7,6	6,598	10,4
2005 I	12,916	8,9	9,592	7,5	3,323	18,9	6,209	7,6	6,706	10,5
2004 Nov	12,762	8,8	9,767	7,6	2,995	17,4	6,277	7,7	6,485	10,2
Dic	12,791	8,8	9,649	7,5	3,143	18,1	6,125	7,5	6,666	10,4
2005 Ene	12,863	8,8	9,565	7,5	3,298	18,8	6,233	7,6	6,630	10,4
Feb	12,923	8,9	9,639	7,5	3,284	18,7	6,147	7,5	6,777	10,6
Mar	12,961	8,9	9,573	7,5	3,388	19,2	6,249	7,6	6,711	10,5
Abr	13,009	8,9	9,675	7,5	3,334	18,9	6,269	7,7	6,740	10,5

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

- Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- En el 2004.
- 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.





## FINANZAS PÚBLICAS

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

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - recursos

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

#### 2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,6	47,8	11,1	4,8	5,7	26,1	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,9
1997	50,2	46,6	11,0	4,8	5,1	25,8	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,1
1998	49,3	45,6	10,7	4,7	4,7	25,5	22,5	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,6
1999	48,9	45,0	10,6	4,8	4,1	25,4	22,4	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2000	48,1	44,3	10,5	4,8	4,0	25,0	22,0	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,1
2001	48,2	44,2	10,4	4,8	3,9	25,1	22,1	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,3
2002	48,3	44,4	10,6	4,9	3,6	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2003	48,8	44,8	10,6	4,9	3,4	25,8	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,3
2004	48,2	44,2	10,5	4,9	3,3	25,5	22,8	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9

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

#### 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	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,2	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,6	-4,1	-0,3	-3,1	-0,4	-2,7	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-3,2	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,6	-6,1	-0,3	-3,6	1,3	-3,2	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	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 0,1% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 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	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,0	2,7	13,1	3,7	50,5	44,8	23,3	10,3	11,2	25,2
2001	68,9	2,7	12,4	3,9	49,9	42,8	21,9	9,7	11,2	26,2
2002	68,8	2,7	11,8	4,6	49,8	40,2	20,4	8,6	11,2	28,6
2003	70,1	2,0	12,4	4,9	50,9	39,7	20,9	9,3	9,6	30,4
2004	70,6	2,1	11,9	4,8	51,7	39,2	20,1	9,6	9,5	31,4

### 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 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,0	58,8	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,0	28,5	26,5	68,3	1,8
2001	68,9	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,3	2,1	15,6	26,6	26,7	67,4	1,5
2002	68,8	57,3	6,4	4,8	0,3	8,9	60,0	1,9	16,5	25,4	27,0	67,5	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	8,9	61,2	1,8	15,3	26,5	28,3	69,1	1,0
2004	70,6	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,8	0,8	15,5	27,1	28,0	69,6	1,0

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	58,3	114,8	55,6	56,2	35,8	110,9	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	59,7	112,2	52,7	58,2	32,6	108,3	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	63,1	109,3	49,0	62,8	32,0	106,8	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	65,1	110,5	46,6	64,6	29,9	106,6	7,5	55,7	65,2	61,9	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.

## 6.3 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>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	3,9	4,4	-0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,4	0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,6	1,9	2,1
1998	1,7	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,1	-0,7	1,6	2,8
1999	1,9	1,5	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-1,2	3,2	-2,0	0,5	-3,1	3,9
2000	1,1	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,7	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,7	3,3
2003	3,0	3,2	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,5	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	2,8	0,9	0,0	0,7	2,2

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

Fuente: BCE.

- 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).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- 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).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- 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	Impuestos sobre el capital	9	
1999 I	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
II	48,2	47,7	13,6	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
III	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,4
IV	51,5	50,9	14,4	14,7	16,9	3,0	0,8	0,7	0,3	46,4
2000 I	43,9	43,4	11,2	13,2	15,6	1,9	0,7	0,5	0,3	40,3
II	48,1	47,5	14,0	13,5	15,9	2,1	1,1	0,6	0,3	43,8
III	44,8	44,3	12,1	12,7	15,9	2,0	0,7	0,4	0,3	41,0
IV	50,6	50,1	14,1	14,3	16,8	3,1	0,9	0,5	0,3	45,5
2001 I	42,8	42,4	10,6	12,9	15,4	1,8	0,8	0,4	0,2	39,2
II	47,4	47,0	13,7	13,1	15,8	2,0	1,5	0,4	0,2	42,8
III	44,2	43,8	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,4
IV	50,0	49,5	13,8	14,1	16,5	3,1	0,9	0,5	0,3	44,7
2002 I	42,4	42,0	10,3	12,9	15,6	1,7	0,7	0,4	0,2	39,1
II	46,2	45,6	12,8	12,8	15,7	2,0	1,4	0,6	0,4	41,7
III	44,3	43,8	11,4	12,9	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	40,4
IV	50,0	49,4	13,6	14,4	16,5	3,1	0,8	0,6	0,3	44,8
2003 I	42,4	42,0	10,0	13,0	15,8	1,7	0,7	0,4	0,2	39,0
II	46,7	45,1	12,3	12,8	16,0	2,1	1,2	1,6	1,3	42,4
III	43,6	43,1	11,1	12,9	15,8	2,0	0,6	0,5	0,3	40,0
IV	50,5	49,3	13,3	14,6	16,5	3,1	0,7	1,2	0,4	44,8
2004 I	42,4	41,9	9,8	13,1	15,6	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
II	45,9	45,0	12,3	13,1	15,6	2,1	0,8	0,9	0,7	41,7
III	43,7	43,2	10,9	12,9	15,7	2,0	0,6	0,5	0,3	39,7
IV	50,8	49,7	13,3	14,8	16,5	3,1	0,7	1,1	0,5	45,2

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital	12	13
1999 I	47,7	44,5	10,5	4,3	4,7	24,9	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
II	47,8	44,2	10,6	4,5	4,3	24,7	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
III	47,8	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,6	1,6
IV	51,2	46,4	11,1	5,2	3,8	26,2	22,7	1,6	4,8	3,1	1,6	0,3	4,2
2000 I	46,5	43,1	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,3	-2,6	1,7
II	46,9	43,4	10,4	4,6	4,0	24,4	21,2	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
III	43,6	43,3	10,2	4,5	4,1	24,5	21,3	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
IV	50,2	46,3	11,1	5,3	3,8	26,1	22,4	1,6	3,8	3,1	1,5	0,4	4,3
2001 I	45,8	42,4	10,2	4,1	4,1	24,0	21,1	1,2	3,4	2,0	1,5	-2,9	1,2
II	46,9	43,4	10,4	4,6	4,0	24,4	21,2	1,4	3,5	2,4	1,1	0,5	4,5
III	46,9	43,1	10,1	4,6	4,0	24,5	21,4	1,4	3,8	2,5	1,2	-2,7	1,3
IV	51,8	46,8	11,1	5,6	3,7	26,4	22,7	1,6	5,0	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 I	46,3	42,8	10,4	4,1	3,8	24,4	21,4	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,9	0,0
II	47,3	43,8	10,4	4,9	3,7	24,8	21,6	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
III	47,5	43,8	10,2	4,7	3,7	25,3	21,9	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,4
IV	51,6	47,2	11,2	5,6	3,5	26,8	23,2	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,7	1,8
2003 I	46,8	43,3	10,4	4,3	3,6	25,0	21,9	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,8
II	48,0	44,5	10,6	4,7	3,5	25,6	22,2	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,3	2,3
III	47,7	44,0	10,3	4,7	3,4	25,5	22,1	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,1	-0,7
IV	52,2	47,3	11,2	5,7	3,2	27,2	23,5	1,5	4,9	3,2	1,6	-1,7	1,6
2004 I	47,0	43,6	10,5	4,4	3,4	25,4	21,9	1,0	3,4	2,0	1,4	-4,6	-1,2
II	47,6	44,2	10,6	4,8	3,3	25,5	22,0	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,6
III	47,2	43,7	10,1	4,5	3,3	25,7	22,1	1,3	3,5	2,5	0,9	-3,5	-0,2
IV	52,1	47,0	11,0	5,7	3,2	27,1	23,3	1,4	5,1	3,2	1,9	-1,3	1,9

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.



# OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	45,2	103,4	27,2	-29,8	-55,6	17,2	62,5	24,5	-47,9	68,6	-2,0	-6,6	12,4	-86,9
2004 I	16,2	27,7	1,8	-6,4	-7,0	3,4	19,6	5,5	-23,0	11,3	5,3	2,6	9,3	-25,1
II	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
III	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
IV	14,3	20,8	6,2	1,2	-13,9	5,7	20,0	4,6	-14,0	23,1	-5,1	-2,0	2,5	-24,6
2005 I	4,5	14,8	1,7	-2,6	-9,4	1,0	5,5	37,8	-25,0	1,9	-9,6	65,6	4,9	-43,3
2004 Mar	7,9	13,4	1,4	-2,9	-4,0	1,1	9,1	-3,5	-22,4	-1,0	2,3	13,9	3,7	-5,6
Abr	-1,8	9,7	2,2	-9,6	-4,1	0,8	-1,0	-15,6	-2,0	-5,8	-2,7	-2,4	-2,6	16,6
May	0,5	10,2	4,2	-7,9	-6,0	2,3	2,9	15,7	0,0	1,2	-0,3	14,2	0,7	-18,6
Jun	4,7	11,5	3,9	-4,2	-6,6	0,9	5,5	11,1	-10,1	31,6	1,8	-11,3	-0,8	-16,7
Jul	8,3	13,5	3,7	-2,5	-6,4	1,3	9,6	-17,6	-7,2	-40,6	0,6	29,4	0,2	8,0
Ago	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
Sep	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
Oct	3,5	8,9	3,8	-3,6	-5,6	0,6	4,2	-30,1	-12,6	-2,2	-4,1	-12,1	0,9	25,9
Nov	5,3	4,6	1,6	3,5	-4,4	1,0	6,3	25,2	-6,4	-13,0	1,4	43,2	-0,1	-31,5
Dic	5,5	7,3	0,8	1,4	-4,0	4,1	9,6	9,4	5,1	38,3	-2,4	-33,1	1,6	-19,0
2005 Ene	-7,2	0,2	0,5	-4,7	-3,2	-0,8	-8,0	25,9	-11,4	-17,1	-3,8	59,7	-1,6	-17,8
Feb	8,8	6,1	1,2	3,7	-2,2	1,1	9,9	21,9	-4,9	21,7	-0,3	0,3	5,0	-31,8
Mar	3,0	8,5	0,1	-1,6	-4,0	0,7	3,6	-10,0	-8,8	-2,8	-5,5	5,6	1,5	6,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Mar	33,6	90,5	27,1	-26,0	-58,0	14,8	48,4	56,7	-50,0	59,2	-16,9	56,4	8,0	-105,1

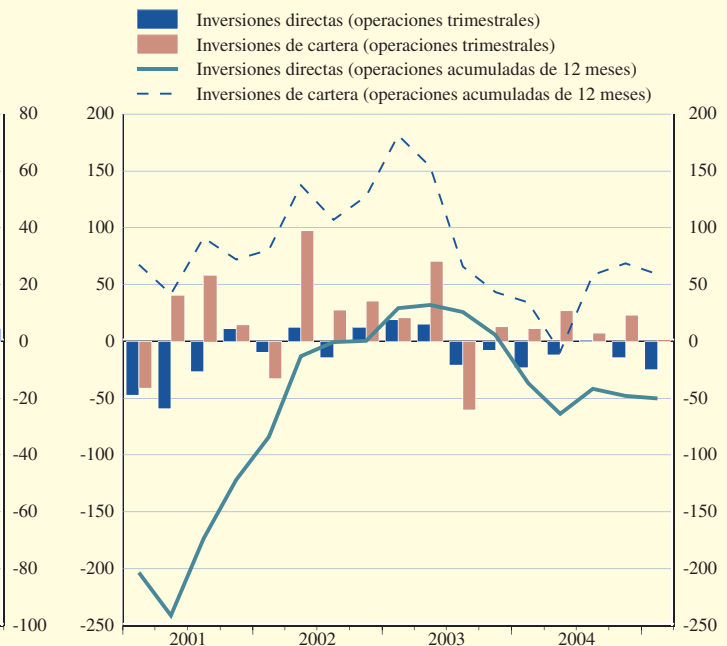
### C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

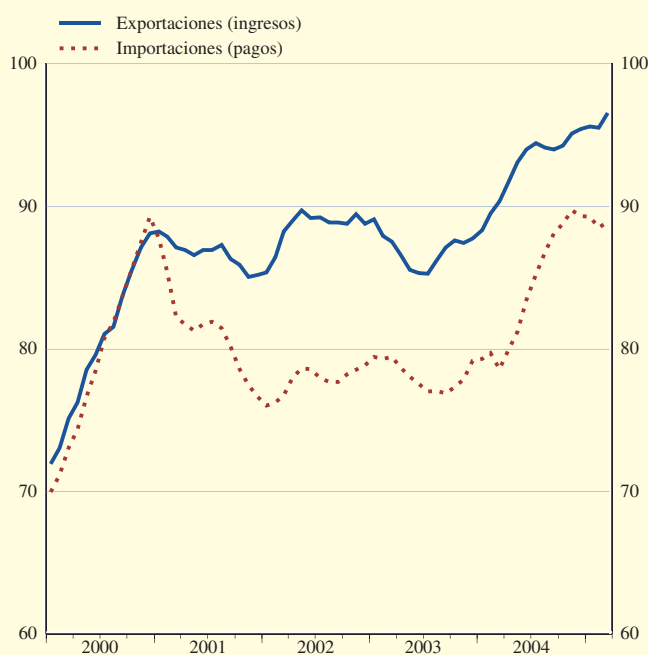
(mm de euros; operaciones)

### 2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Tranferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.675,4	1.655,0	20,4	1.039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1.818,1	1.772,8	45,2	1.130,0	1.026,6	355,1	327,9	252,8	282,6	80,2	135,8	23,3	6,1
2004 I	431,0	414,8	16,2	266,1	238,4	77,2	75,4	56,1	62,5	31,5	38,5	5,0	1,6
II	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
III	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
IV	479,5	465,2	14,3	299,2	278,4	91,7	85,6	70,3	69,1	18,2	32,2	7,3	1,6
2005 I	457,9	453,4	4,5	279,7	264,9	80,0	78,3	66,1	68,7	32,1	41,5	4,3	3,3
2005 Ene	150,2	157,5	-7,2	87,3	87,0	26,5	26,0	18,9	23,6	17,6	20,8	1,6	2,4
Feb	147,2	138,4	8,8	90,8	84,7	25,8	24,6	23,0	19,3	7,7	9,8	1,5	0,4
Mar	160,4	157,5	3,0	101,7	93,2	27,8	27,7	24,2	25,7	6,9	10,9	1,3	0,6
	Datos desestacionalizados												
2004 I	435,5	421,1	14,4	271,1	235,8	85,4	79,6	59,4	69,9	19,7	35,8	.	.
II	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
III	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
IV	463,4	456,2	7,2	286,3	267,9	89,2	82,9	68,0	71,7	19,9	33,7	.	.
2005 I	469,9	463,4	6,5	289,6	266,7	90,0	83,4	69,9	76,7	20,4	36,6	.	.
2004 Jul	151,0	148,5	2,5	94,8	87,5	29,4	27,2	20,7	22,5	6,0	11,3	.	.
Ago	151,0	149,8	1,2	93,4	88,2	29,8	26,6	20,9	22,9	6,9	12,1	.	.
Sep	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
Oct	154,8	151,0	3,8	95,6	89,5	30,5	27,4	22,1	23,6	6,5	10,6	.	.
Nov	156,6	154,1	2,5	95,9	91,1	29,9	27,7	24,1	24,3	6,6	11,0	.	.
Dic	152,0	151,0	0,9	94,7	87,3	28,8	27,8	21,7	23,8	6,8	12,1	.	.
2005 Ene	155,6	157,3	-1,8	96,2	89,4	30,3	27,5	22,2	26,0	6,9	14,4	.	.
Feb	156,7	150,7	6,0	95,7	88,8	30,2	27,4	23,9	23,7	6,9	10,8	.	.
Mar	157,7	155,4	2,3	97,7	88,5	29,5	28,5	23,8	27,0	6,6	11,3	.	.

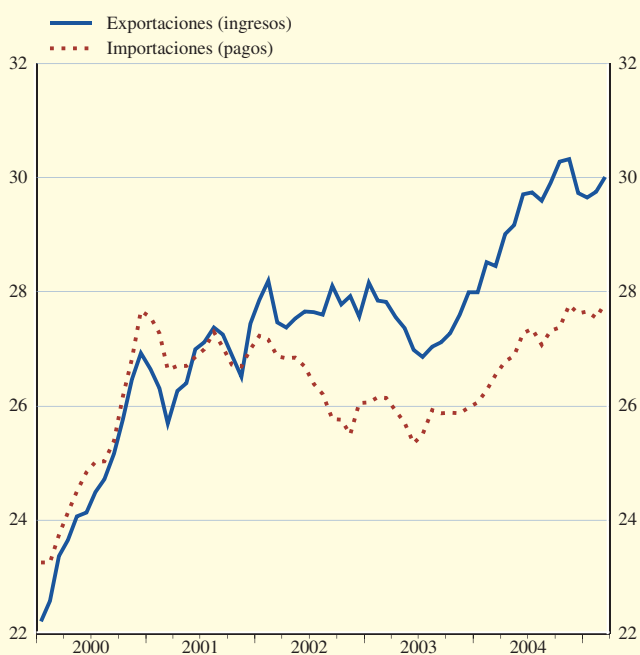
### C28 Bienes

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



### C29 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	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	237,8	276,3	65,7	57,4	11,8	11,4	23,8	56,6	73,9	79,3	62,6	71,6
2003 IV	3,8	1,6	54,9	65,2	14,8	13,3	3,0	2,6	4,7	9,7	16,5	20,8	15,9	18,8
2004 I	3,7	1,3	52,5	61,2	11,7	13,3	3,2	2,5	4,6	9,3	17,8	18,7	15,1	17,3
II	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
III	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
IV	4,0	1,6	66,4	67,5	21,8	13,3	3,1	3,5	5,4	10,2	19,4	21,3	16,7	19,2

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-116,9	-124,1	-18,2	-105,9	7,2	0,1	7,1	69,0	69,7	2,4	67,3	-0,7	0,8	-1,5
2004 I	-28,4	-22,5	-4,9	-17,6	-5,9	-0,1	-5,8	5,4	13,5	-0,7	14,2	-8,1	-0,3	-7,8
II	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
III	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
IV	-44,2	-49,2	-8,5	-40,7	5,0	0,1	5,0	30,2	27,9	1,0	26,8	2,3	-0,1	2,4
2005 I	-31,7	-16,2	-3,2	-13,0	-15,5	0,0	-15,5	6,7	9,9	0,5	9,4	-3,2	0,0	-3,3
2004 Mar	-11,3	-13,0	-4,1	-8,9	1,8	0,0	1,8	-11,1	1,5	-1,2	2,7	-12,6	-0,1	-12,5
Abr	-15,4	-7,6	-0,4	-7,2	-7,8	0,1	-7,9	13,4	8,6	0,2	8,4	4,8	0,0	4,8
May	-2,8	-5,6	0,0	-5,6	2,8	0,0	2,8	2,9	3,1	0,3	2,8	-0,3	0,3	-0,6
Jun	-9,7	-11,6	-3,2	-8,5	2,0	0,0	2,0	-0,5	-1,1	0,0	-1,2	0,7	0,4	0,3
Jul	-18,7	-16,4	0,1	-16,4	-2,3	0,0	-2,3	11,4	11,4	0,2	11,2	0,0	-0,1	0,1
Ago	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
Sep	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
Oct	-29,6	-22,6	0,0	-22,5	-7,0	0,0	-7,0	16,9	9,3	0,2	9,0	7,7	0,0	7,7
Nov	-21,5	-20,3	-13,3	-7,0	-1,3	0,1	-1,4	15,1	8,0	0,3	7,7	7,1	0,0	7,1
Dic	6,9	-6,4	4,8	-11,2	13,4	0,0	13,3	-1,8	10,6	0,5	10,1	-12,4	0,0	-12,4
2005 Ene	-11,2	-7,0	-0,9	-6,1	-4,2	0,0	-4,2	-0,2	3,4	0,2	3,2	-3,6	0,0	-3,6
Feb	-6,5	-3,8	-1,5	-2,3	-2,7	0,0	-2,7	1,7	3,0	0,2	2,9	-1,4	-0,1	-1,3
Mar	-14,0	-5,4	-0,8	-4,6	-8,6	0,0	-8,6	5,2	3,5	0,2	3,4	1,7	0,0	1,6

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema			AAPP		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema	AAPP	Otros sectores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,8	-51,8	-2,1	121,6	1,2	-80,7	-70,1	-1,1	211,3	-0,1	-43,1	-15,8	0,2	18,0
2004 I	0,0	-6,0	-24,6	-0,9	20,6	-0,4	-26,3	-17,5	-0,5	54,1	-0,1	-10,6	-10,1	-1,0	32,3
II	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
III	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
IV	0,0	-0,9	-19,4	0,1	66,6	0,6	-20,6	-20,0	-0,3	31,9	-0,1	-12,8	3,5	4,3	-5,6
2005 I	0,0	-25,1	-20,3	.	37,6	-0,6	-34,7	-37,6	.	45,3	0,4	6,2	-6,1	.	36,7
2004 Mar	0,0	0,5	-11,0	-	1,9	-0,4	-11,6	-11,0	-	9,8	0,0	10,4	-3,6	-	14,1
Abr	0,0	-1,0	2,6	-	-19,8	0,2	-2,8	-5,3	-	38,8	0,0	-15,3	-3,7	-	0,6
May	0,0	-1,8	0,4	-	1,2	0,1	-7,3	-7,3	-	17,6	-0,2	2,6	0,6	-	-4,7
Jun	0,0	-9,7	-6,8	-	14,5	0,0	-0,5	-5,0	-	29,1	0,3	7,6	-0,3	-	2,4
Jul	0,0	-8,9	-0,5	-	10,2	-0,3	-12,9	0,7	-	-9,1	0,3	-19,1	1,4	-	-2,4
Ago	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
Sep	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
Oct	0,0	-3,7	-10,5	-	14,8	0,3	-13,7	-4,4	-	11,9	-0,1	0,6	-0,5	-	3,2
Nov	0,0	-9,1	-5,5	-	23,0	0,4	-6,0	-9,6	-	5,9	0,2	-14,7	4,9	-	-2,5
Dic	0,0	11,9	-3,5	-	28,8	-0,1	-1,0	-6,0	-	14,2	-0,1	1,3	-0,8	-	-6,3
2005 Ene	0,0	-7,1	-8,8	-	10,0	-0,4	-26,0	-2,8	-	5,5	0,2	-3,1	-5,0	-	20,5
Feb	0,0	-16,3	-3,1	-	7,9	-0,2	-3,5	-16,4	-	36,7	0,1	17,1	-2,1	-	1,5
Mar	0,0	-1,7	-8,3	-	19,7	0,0	-5,2	-18,3	-	3,1	0,1	-7,8	1,0	-	14,7

### 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
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-289,6	283,0	0,4	7,3	-1,8	-1,9	-2,8	-259,9	246,5	-19,8	0,6	-240,0	245,9	-28,3	-5,8	31,9
2004 I	-178,9	181,5	-0,6	-1,3	-0,6	-0,5	-6,3	-156,0	158,4	-10,4	0,3	-145,6	158,1	-21,7	-16,0	30,7
II	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
III	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
IV	-74,1	72,2	1,7	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,3	59,3	0,7	-0,8	-75,0	60,0	-5,0	7,4	10,9
2005 I	-163,4	229,0	0,8	4,7	3,0	3,5	0,6	-126,1	199,3	-30,1	11,4	-96,0	187,9	-41,1	-14,1	24,5
2004 Mar	-83,5	97,4	0,2	0,4	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-65,9	68,8	-13,3	-9,5	33,0
Abr	-51,1	48,7	0,6	0,6	-1,5	-1,2	-0,3	-50,4	54,3	-6,3	0,5	-44,1	53,8	0,2	5,0	-6,0
May	12,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,5	17,6	10,3	3,6	3,5	14,0	6,8	-5,1	6,3	-8,6
Jun	20,3	-31,6	0,5	1,3	-3,3	-3,6	2,9	27,4	-42,4	0,4	2,7	27,1	-45,2	-4,4	-1,2	6,7
Jul	57,3	-27,8	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,1	-12,7	3,1	-7,8	43,0	-4,9	11,8	2,7	-16,2
Ago	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8
Sep	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
Oct	-15,7	3,6	0,1	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,8	-0,2	8,3	5,3	-18,1	-5,5	-8,1	-0,7	2,4
Nov	-67,1	110,3	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,1	97,2	-0,3	3,3	-59,7	93,9	-7,1	-1,8	10,0
Dic	8,7	-41,7	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,4	-37,7	-7,3	-9,4	2,9	-28,3	10,2	9,9	-1,6
2005 Ene	-50,9	110,5	0,7	3,9	-1,3	-1,0	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-16,4	-13,4	6,3
Feb	-60,6	61,0	0,2	-3,5	-1,5	0,6	-4,2	-58,4	59,9	-10,6	2,7	-47,8	57,2	-1,0	5,0	8,7
Mar	-51,9	57,4	0,0	4,2	5,8	3,9	2,2	-33,8	41,6	-4,4	-7,9	-29,4	49,5	-23,8	-5,7	9,4

Fuente: BCE.



## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	0,0	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2003 IV	-0,7	0,0	-0,9	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,2	-0,4
2004 I	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,0	-0,3
II	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
IV	1,7	0,0	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-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				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,8	-3,1	243,6	2,9	-4,8	-18,3	-12,5	-5,8	-5,2	8,8	22,7	0,4
2003 IV	-70,7	-0,6	52,1	0,2	-1,0	-8,3	-	-	-0,7	2,4	11,7	-1,1
2004 I	-153,5	-2,6	156,8	1,6	-2,8	-17,2	-1,2	-16,0	-1,6	4,8	25,3	0,5
II	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
III	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
IV	-76,1	1,8	59,6	-0,3	-0,7	-2,6	-10,0	7,4	-1,7	2,7	8,9	-0,7

### 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	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,8	-3,8	3,7	0,5	17,8	-11,4	0,0	0,0
2003 IV	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 I	9,3	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	-0,1	0,0
II	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
III	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0
IV	2,5	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,3	-2,8	0,0	0,0

Fuente: BCE.

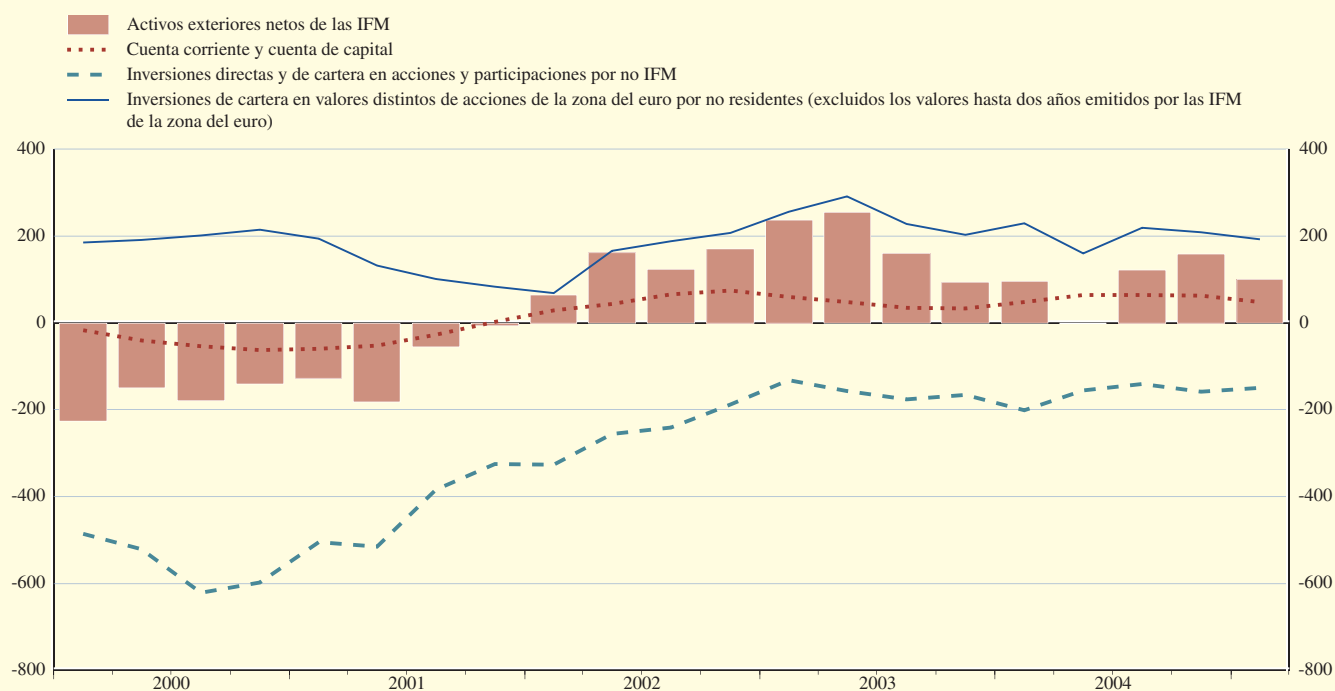
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y participaciones <sup>1)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,7
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,0
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,4	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,5
2004 I	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,4
II	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,0
III	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,8
IV	20,0	-35,7	30,3	-35,9	74,0	12,9	-1,5	9,2	-5,1	-24,6	43,5	57,2
2005 I	5,5	-28,5	6,7	-63,9	30,5	62,6	-38,1	25,0	-9,6	-43,3	-53,0	-22,4
2004 Mar	9,1	-7,1	-11,0	-25,5	-6,4	23,8	-14,0	31,5	2,3	-5,6	-3,1	6,8
Abr	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,1
May	2,9	-2,7	2,5	-6,4	4,5	10,1	-5,3	-8,2	-0,3	-18,6	-21,5	-21,2
Jun	5,5	-6,5	-0,8	-12,1	13,9	30,4	-7,7	9,6	1,8	-16,7	17,5	14,2
Jul	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,5
Ago	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
Sep	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	35,0
Oct	4,2	-29,5	17,0	-15,4	13,4	12,3	-6,1	2,6	-4,1	25,9	20,2	20,3
Nov	6,3	-8,3	15,2	-10,2	26,9	0,7	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,0	10,1
Dic	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,7	0,0	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	19,3	26,8
2005 Ene	-8,0	-10,3	-0,2	-16,7	7,0	20,7	-17,6	8,9	-3,8	-17,8	-37,8	-22,5
Feb	9,9	-5,0	1,7	-21,6	15,0	34,8	-2,5	4,5	-0,3	-31,8	4,8	14,0
Mar	3,6	-13,2	5,2	-25,6	8,6	7,0	-18,0	11,6	-5,5	6,3	-20,0	-13,9
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Mar	48,4	-103,9	69,1	-149,5	137,8	192,9	-46,0	29,9	-16,9	-105,1	56,6	99,7

## C30 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 2) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.818,1	673,0	35,9	59,1	366,6	154,1	57,3	24,0	48,2	125,5	311,8	635,7
Bienes	1.130,0	395,5	25,1	41,3	202,5	126,2	0,3	14,6	33,0	64,6	171,9	450,4
Servicios	355,1	130,5	7,3	10,0	92,6	16,5	4,1	4,6	10,2	35,8	73,3	100,7
Renta	252,8	88,0	3,1	7,3	62,3	10,1	5,3	4,2	4,7	18,9	59,6	77,4
de la cual: rentas de la inversión	237,8	83,2	3,0	7,1	60,8	9,9	2,4	4,2	4,6	12,7	57,9	75,2
Tranferencias corrientes	80,2	59,0	0,4	0,5	9,2	1,3	47,6	0,6	0,3	6,3	7,0	7,1
<b>Cuenta de capital</b>	23,3	20,9	0,0	0,0	0,6	0,1	20,2	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.772,8	597,3	34,3	57,0	293,4	130,4	82,2	18,3	84,3	119,8	265,2	688,0
Bienes	1.026,6	309,9	24,3	38,5	141,9	105,3	0,0	8,6	52,2	52,3	111,4	492,1
Servicios	327,9	101,6	6,1	7,7	68,5	19,1	0,2	4,8	6,8	30,2	74,4	110,0
Renta	282,6	96,8	3,5	10,0	75,1	4,3	3,8	3,3	24,9	32,0	69,2	56,5
de la cual: rentas de la inversión	276,3	93,6	3,5	9,9	74,1	2,3	3,8	3,2	24,7	31,5	68,4	55,0
Tranferencias corrientes	135,8	89,0	0,3	0,8	7,9	1,6	78,3	1,7	0,4	5,3	10,1	29,5
<b>Cuenta de capital</b>	6,1	0,9	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	45,2	75,7	1,6	2,1	73,2	23,7	-24,9	5,7	-36,1	5,7	46,6	-52,3
Bienes	103,4	85,5	0,8	2,8	60,7	20,9	0,3	6,0	-19,2	12,3	60,5	-41,6
Servicios	27,2	28,9	1,2	2,3	24,1	-2,6	4,0	-0,2	3,3	5,5	-1,2	-9,2
Renta	-29,8	-8,8	-0,5	-2,8	-12,8	5,7	1,5	1,0	-20,2	-13,1	-9,6	20,9
de la cual: rentas de la inversión	-38,6	-10,3	-0,5	-2,8	-13,3	7,7	-1,4	1,0	-20,1	-18,8	-10,6	20,3
Tranferencias corrientes	-55,6	-30,0	0,1	-0,3	1,3	-0,4	-30,7	-1,1	-0,1	1,0	-3,1	-22,3
<b>Cuenta de capital</b>	17,2	20,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,1	0,8	-3,6

### 2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-47,9	-20,4	2,9	-3,1	-18,3	-2,0	0,1	-0,2	-10,0	10,6	20,3	-23,2	-24,9
En el exterior	-116,9	-56,3	1,4	-6,2	-43,7	-7,8	0,0	1,8	-14,0	3,6	6,3	-28,1	-30,2
Acc. y particip/beneficios reinv.	-124,1	-54,3	-0,9	-6,2	-33,4	-13,7	0,0	1,9	-11,4	1,0	-18,1	-21,8	-21,5
Otro capital	7,2	-2,0	2,4	0,0	-10,3	5,9	0,0	-0,2	-2,7	2,6	24,4	-6,3	-8,7
En la zona del euro	69,0	35,8	1,4	3,1	25,4	5,8	0,1	-1,9	4,0	7,0	14,0	4,9	5,2
Acc. y particip/beneficios reinv.	69,7	40,7	1,1	2,5	36,0	1,0	0,1	-2,4	1,8	3,9	15,9	8,5	1,2
Otro capital	-0,7	-4,8	0,3	0,6	-10,5	4,8	0,0	0,5	2,2	3,0	-1,9	-3,6	4,0

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-282,2	-108,8	0,9	-8,2	-81,6	-14,6	-5,2	-4,6	-42,9	1,5	-55,0	-34,5	-37,8
Acciones y participaciones	-73,6	-8,6	3,1	-0,5	-9,9	-1,2	-0,1	-2,4	-17,4	2,0	-20,4	-13,7	-13,1
Valores distintos de acciones	-208,6	-100,2	-2,3	-7,7	-71,8	-13,4	-5,1	-2,2	-25,6	-0,5	-34,6	-20,8	-24,7
Bonos y obligaciones	-149,5	-76,1	-0,3	-6,6	-52,2	-11,4	-5,6	-2,5	-8,9	-0,9	-34,2	0,5	-27,3
Inst. del mercado monetario	-59,1	-24,1	-1,9	-1,1	-19,6	-2,1	0,6	0,3	-16,7	0,4	-0,4	-21,3	2,7

#### 4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	-6,6	-101,7	6,9	-18,3	-90,1	-5,2	5,0	-0,1	10,0	19,7	61,1	-26,7	5,1	26,0
Activos	-289,6	-247,4	3,5	-26,0	-206,3	-18,5	-0,2	-1,8	6,0	-5,1	-3,4	-25,7	-3,3	-8,8
AAPP	-1,8	-1,7	-1,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	1,8
IFM	-259,5	-224,8	5,1	-23,6	-189,2	-17,6	0,5	-0,8	5,4	-4,8	-5,5	-13,5	-1,2	-14,2
Otros sectores	-28,3	-20,9	-0,5	-2,4	-16,9	-1,0	-0,1	-1,0	0,6	-0,3	2,0	-12,1	-0,2	3,7
Pasivos	283,0	145,7	3,4	7,7	116,2	13,3	5,2	1,7	4,0	24,8	64,6	-1,0	8,4	34,8
AAPP	-2,8	-1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-2,8	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,0	0,2	0,5
IFM	253,8	137,2	3,1	6,5	110,0	11,7	5,9	1,1	2,1	20,4	53,9	-3,5	8,5	33,9
Otros sectores	31,9	10,2	0,2	1,1	5,2	1,6	2,0	0,5	2,5	4,9	11,2	2,5	-0,2	0,4

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Inversiones directas</b>	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
En el exterior	2.110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Otro capital	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
En la zona del euro	2.030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Otro capital	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	2.607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Acciones y participaciones	1.054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Valores distintos de acciones	1.552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Bonos y obligaciones	1.317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Inst. del mercado monetario	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
<b>Otras inversiones</b>	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Activos	2.587,3	1.240,7	49,9	49,1	1.064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
AAPP	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
IFM	1.768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Otros sectores	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Pasivos	2.902,1	1.317,2	16,3	31,0	1.041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
AAPP	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
IFM	2.333,1	1.012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Otros sectores	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

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	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 I	-693,6	-9,1	130,3	-858,1	-9,0	-265,2	308,4
II	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
III	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
IV	-815,8	-10,7	74,2	-910,6	-13,6	-246,4	280,6
Activos: saldos vivos							
2001	7.628,1	110,6	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	101,8	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,0	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 I	8.285,6	108,9	2.158,1	2.796,4	170,0	2.852,7	308,4
II	8.317,6	109,3	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
III	8.429,8	110,8	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
IV	8.461,1	111,2	2.199,5	2.931,5	165,7	2.883,8	280,6
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.026,9	116,4	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,4	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 I	8.979,2	118,0	2.027,8	3.654,5	179,0	3.117,9	-
II	9.024,0	118,6	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
III	9.143,9	120,1	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
IV	9.276,9	121,9	2.125,3	3.842,1	179,3	3.130,2	-

### 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	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5
2004 I	1.683,3	123,6	1.559,8	474,7	1,7	473,0	1.479,0	37,6	1.441,4	548,8	2,8	546,0
II	1.709,1	124,9	1.584,1	479,6	1,5	478,1	1.494,5	38,3	1.456,3	559,8	3,6	556,2
III	1.757,4	124,3	1.633,1	444,6	1,5	443,1	1.515,4	42,1	1.473,2	574,6	4,0	570,7
IV	1.764,3	128,5	1.635,8	435,2	1,7	433,5	1.550,0	41,3	1.508,7	575,3	3,8	571,5

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Activos					Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Pasivos					Activos				Pasivos					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4
2004 I	1,9	60,7	13,2	1.073,1	1.643,1	7,6	513,2	8,5	869,9	1.783,0	1,2	195,0	1,7	50,6	228,4
II	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1
III	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9
IV	1,8	76,3	14,6	1.105,3	1.754,2	6,1	547,6	8,9	896,1	1.893,5	1,0	217,1	0,4	56,4	194,3

Fuente: BCE.

#### 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

#### 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	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3	
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5	
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8	
2004 I	5,4	0,6	64,6	0,2	1,4	56,0	50,5	5,5	39,0	0,0	36,0	2,8	
II	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5	
III	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3	
IV	4,5	0,6	71,3	0,2	1,4	61,1	53,7	7,4	38,9	0,0	41,0	3,5	

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24		
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9	
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6	
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9	
2004 I	1.938,3	27,7	2.429,4	34,7	165,8	519,8	190,4	329,5	98,8	108,5	393,2	48,4	
II	1.943,5	25,1	2.458,8	32,8	169,9	509,0	189,2	319,8	100,4	111,0	385,7	47,5	
III	1.946,2	29,1	2.437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0	
IV	1.955,4	27,6	2.426,9	37,3	165,4	526,3	199,6	326,7	102,7	107,5	395,5	47,0	

#### 5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 III	298,5	131,4	392,200	4,6	20,5	142,1	8,4	31,2	102,5	0,4	66,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-8,5
IV	280,6	125,4	389,998	3,9	18,6	132,7	12,5	25,5	94,6	0,4	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 Feb	283,2	127,6	388,411	4,0	18,3	133,4	9,2	26,7	97,4	-	-	-	0,0	0,0	20,5	-11,5
Mar	284,9	127,7	387,359	4,0	17,4	135,7	7,6	27,8	100,3	-	-	-	-0,1	0,0	21,4	-15,1
Abr	288,9	129,6	385,428	4,0	17,1	138,1	9,4	29,8	99,0	-	-	-	-0,1	0,0	22,6	-18,9
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 III	38,0	8,2	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	0,0	11,0	10,9	0,0	0,0	2,0	-1,0
IV	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 Feb	34,9	8,1	24,656	0,2	0,0	26,6	1,6	3,7	21,3	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
Mar	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,9
Abr	36,5	7,8	23,145	0,2	0,0	28,6	2,2	4,2	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,1

Fuente: BCE.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,6	506,0	234,9	289,2	932,6	1.014,6	579,1	178,8	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,5	227,9	309,5	949,6	984,8	559,5	163,3	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,7	300,3	924,6	987,9	554,1	164,2	240,9	715,4	109,1
2004	8,6	8,8	1.146,1	540,2	242,4	310,1	988,9	1.073,1	596,4	178,3	252,6	760,3	128,4
2003 IV	-0,4	1,5	269,2	125,7	57,4	76,2	233,1	249,5	138,8	42,0	61,5	180,5	27,0
2004 I	4,7	-0,1	278,2	130,7	59,0	76,0	241,7	252,0	137,9	42,2	62,4	182,7	26,3
II	11,9	9,0	287,0	134,9	59,7	78,8	246,0	263,6	145,9	44,7	62,3	186,4	29,4
III	8,8	14,5	289,1	136,9	61,1	78,4	249,7	277,4	156,4	45,0	64,0	194,0	36,3
IV	8,8	12,2	291,9	137,6	62,6	76,9	251,5	280,2	156,2	46,4	63,9	197,1	36,5
2005 I	3,4	8,8	291,2	136,7	60,5	76,3	254,6	276,7	151,9	43,8	62,6	197,0	35,0
2004 Oct	3,1	7,3	96,2	45,4	20,9	25,5	82,9	93,5	51,3	15,3	21,5	65,1	13,0
Nov	14,6	18,4	98,3	46,2	20,7	26,1	84,3	94,3	53,0	15,8	21,5	66,8	12,1
Dic	9,4	11,3	97,4	46,0	20,9	25,3	84,4	92,4	52,0	15,3	20,9	65,3	11,4
2005 Ene	6,8	11,2	97,2	45,7	20,0	25,5	85,5	92,4	50,0	14,6	20,7	65,8	11,2
Feb	4,3	8,8	97,0	45,6	20,1	25,1	83,5	91,7	49,4	14,2	20,7	65,3	10,4
Mar	-0,1	6,7	97,0	45,4	20,5	25,7	85,6	92,6	52,4	15,0	21,1	65,9	13,3
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,4	107,8	105,5	98,8	99,3	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,8	89,6	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,7	109,2	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,5	6,1	118,0	113,9	118,5	118,6	117,3	107,7	102,4	105,0	116,9	106,2	104,9
2003 IV	3,0	5,4	111,8	107,2	111,8	117,1	111,2	103,8	101,7	97,8	113,4	101,8	106,7
2004 I	7,6	4,7	115,9	112,0	116,1	117,2	115,8	105,4	101,4	99,8	116,4	103,6	101,8
II	11,4	5,8	117,9	113,8	116,5	119,9	116,5	106,6	101,7	104,6	115,4	104,3	100,0
III	7,4	8,3	118,1	114,5	118,7	119,4	117,7	109,1	104,3	105,0	117,5	107,2	113,4
IV	7,7	5,6	119,9	115,1	122,7	117,8	119,2	109,7	102,3	110,6	118,3	109,6	104,3
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Oct	2,2	0,0	118,4	114,1	122,3	117,4	117,8	109,1	99,7	109,2	119,7	108,5	106,7
Nov	12,5	11,1	120,3	114,8	122,0	119,2	119,1	110,2	103,6	112,7	119,0	111,1	102,4
Dic	8,9	6,1	121,0	116,5	123,7	116,9	120,6	109,8	103,7	109,8	116,2	109,3	103,8
2005 Ene	5,1	6,5	119,4	114,3	117,6	117,0	121,1	111,1	102,7	105,5	114,7	109,9	110,2
Feb	1,9	2,4	119,3	112,9	118,3	115,3	118,2	108,7	98,8	102,5	114,7	108,6	94,1
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,4	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4
2003 IV	-3,2	-3,7	96,1	95,2	94,8	99,1	95,7	93,9	92,3	93,8	98,1	95,3	82,4
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,9	98,6	95,3	93,3	92,1	92,3	97,1	94,8	84,1
II	0,4	3,0	97,1	96,3	94,8	100,0	96,4	96,5	97,1	93,3	97,8	96,1	95,6
III	1,3	5,8	97,7	97,1	95,1	99,9	96,9	99,3	101,4	93,6	98,7	97,3	104,2
IV	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,4	99,7	103,3	91,7	97,8	96,7	113,9
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Oct	0,9	7,3	97,3	97,1	94,7	99,3	96,3	100,4	104,3	92,0	97,6	96,8	118,8
Nov	1,9	6,6	97,8	98,2	94,3	99,8	96,9	100,3	103,8	92,1	98,1	96,9	116,0
Dic	0,4	4,9	96,4	96,2	93,8	98,9	95,9	98,6	101,7	91,1	97,9	96,3	107,0
2005 Ene	1,6	4,4	97,5	97,5	94,1	99,5	96,8	97,5	98,9	90,8	98,2	96,6	99,7
Feb	2,4	6,3	97,4	98,4	94,0	99,5	96,7	98,8	101,5	90,5	98,2	97,0	108,4
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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>															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,9	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,2
2002	1.083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,8	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.146,1	25,5	41,7	203,2	126,7	35,5	66,1	31,8	173,4	40,2	33,0	149,6	63,6	40,2	115,6
2003 IV	269,2	6,1	9,8	49,5	29,7	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,0	9,0	27,4
2004 I	278,2	6,1	10,1	49,6	31,0	8,0	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,8	15,2	9,5	27,7
II	287,0	6,3	10,4	50,5	31,7	9,1	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,9	15,8	9,9	29,8
III	289,1	6,4	10,5	51,7	31,3	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,7	16,7	10,3	27,4
IV	291,9	6,6	10,8	51,4	32,8	9,1	17,1	7,7	43,7	10,1	8,2	37,2	15,9	10,5	30,7
2005 I	291,2	6,5	10,7	50,7	33,0	9,6	17,4	7,9	43,3	10,4	8,5	38,5	17,0	10,9	26,7
2004 Oct	96,2	2,2	3,6	17,3	11,1	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,7
Nov	98,3	2,2	3,6	17,7	11,0	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,7
Dic	97,4	2,2	3,6	16,4	10,8	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,6	5,4	3,5	10,3
2005 Ene	97,2	2,2	3,5	16,6	11,5	3,2	5,9	2,7	14,6	3,4	2,8	13,6	5,6	3,7	7,7
Feb	97,0	2,2	3,6	16,7	11,1	3,2	5,6	2,5	14,3	3,4	2,8	12,4	5,5	3,7	10,1
Mar	97,0	2,2	3,6	17,4	10,4	3,3	5,9	2,7	14,3	3,6	2,9	12,5	5,9	3,6	8,9
<i>en porcentaje del valor añadido</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,5	3,5	10,1
<i>Importaciones (c.i.f.)</i>															
2001	1.014,6	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,8
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	81,0
2003	987,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,5	68,9	39,8	82,1
2004	1.073,1	24,3	39,4	141,8	107,8	56,2	53,4	22,8	113,4	91,8	53,5	163,1	72,2	44,9	88,7
2003 IV	249,5	5,9	9,3	34,5	26,8	11,9	12,3	5,0	26,6	20,0	12,9	35,7	16,5	10,6	21,3
2004 I	252,0	6,0	9,4	33,8	26,8	12,4	12,8	5,1	26,1	20,7	13,5	35,6	16,5	10,7	22,6
II	263,6	5,8	9,8	34,5	26,5	13,4	13,2	5,5	29,8	22,2	12,9	41,2	17,1	10,9	20,8
III	277,4	6,2	10,1	37,4	26,9	14,5	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,2	18,9	11,6	22,4
IV	280,2	6,2	10,1	36,0	27,6	15,9	13,7	6,1	28,6	25,2	13,5	43,1	19,6	11,7	22,8
2005 I	276,7	6,0	9,8	35,7	27,0	16,5	13,3	6,3	28,9	26,4	13,5	39,2	20,2	12,0	21,7
2004 Oct	93,5	2,2	3,3	12,3	9,1	5,0	4,6	2,0	9,5	8,2	4,3	13,2	6,6	3,9	9,3
Nov	94,3	2,2	3,4	12,3	9,2	5,4	4,6	2,0	9,5	8,6	4,7	14,7	6,8	3,9	7,0
Dic	92,4	1,9	3,4	11,4	9,3	5,4	4,5	2,1	9,6	8,4	4,4	15,3	6,3	3,9	6,5
2005 Ene	92,4	2,0	3,3	11,7	9,3	4,8	4,5	2,1	9,6	8,6	4,5	12,6	6,4	4,0	9,0
Feb	91,7	1,9	3,2	11,6	9,2	5,8	4,4	2,0	9,6	8,7	4,3	13,5	6,5	4,0	6,8
Mar	92,6	2,1	3,3	12,4	8,5	5,9	4,5	2,1	9,7	9,1	4,7	13,1	7,3	4,0	5,9
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
<i>Saldo</i>															
2001	48,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,5
2002	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,5
2003	70,8	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,0	1,2	2,3	61,4	19,0	-20,7	12,7	9,0	60,0	-51,6	-20,5	-13,5	-8,6	-4,7	26,9
2003 IV	19,7	0,2	0,5	15,0	2,8	-4,5	3,6	1,8	14,8	-11,0	-4,9	-1,6	-1,5	-1,6	6,1
2004 I	26,2	0,1	0,6	15,7	4,2	-4,4	2,8	2,8	16,4	-10,9	-5,0	1,2	-1,4	-1,1	5,1
II	23,5	0,5	0,6	15,9	5,2	-4,4	3,1	2,7	14,1	-11,8	-4,9	-4,2	-1,3	-1,0	9,0
III	11,7	0,2	0,4	14,3	4,4	-5,2	3,5	2,0	14,4	-13,8	-5,3	-4,6	-2,2	-1,3	4,9
IV	11,7	0,4	0,7	15,5	5,2	-6,7	3,4	1,6	15,1	-15,1	-5,3	-5,9	-3,7	-1,2	7,9
2005 I	14,5	0,5	0,9	15,0	6,0	-6,9	4,1	1,6	14,3	-16,0	-5,0	-0,7	-3,3	-1,1	5,0
2004 Oct	2,7	0,1	0,2	5,0	2,0	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,8	-1,2	-0,5	0,4
Nov	4,0	0,0	0,2	5,4	1,8	-2,3	1,1	0,4	5,2	-5,3	-2,0	-2,4	-1,6	-0,2	3,7
Dic	5,0	0,3	0,2	5,0	1,5	-2,2	1,3	0,5	5,2	-5,0	-1,6	-2,7	-0,8	-0,4	3,8
2005 Ene	4,8	0,1	0,3	4,9	2,2	-1,6	1,4	0,6	5,0	-5,2	-1,6	1,1	-0,8	-0,3	-1,2
Feb	5,3	0,3	0,3	5,1	1,9	-2,6	1,2	0,5	4,7	-5,3	-1,6	-1,1	-1,0	-0,3	3,3
Mar	4,4	0,1	0,3	5,0	1,9	-2,6	1,4	0,5	4,6	-5,5	-1,8	-0,7	-1,4	-0,4	2,9

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





## TIPOS DE CAMBIO

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

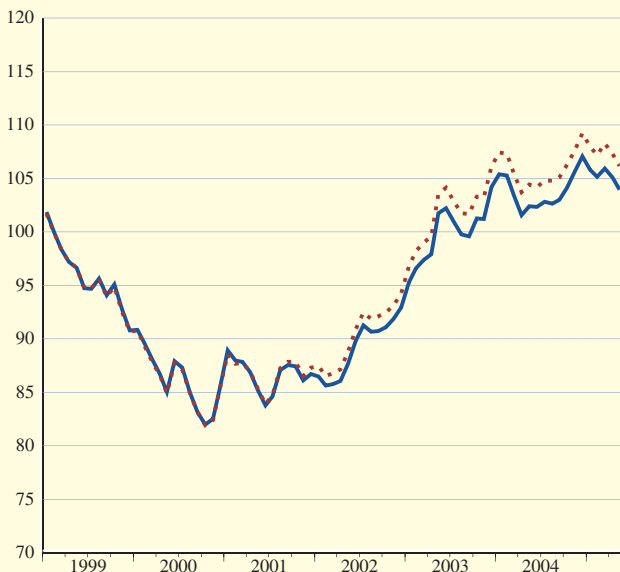
(medias del periodo; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2002	89,2	90,4	91,9	90,3	87,9	88,4	94,8	90,9	
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	99,1	99,5	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,3	105,9	102,8	102,9	111,0	105,4	
2004 I	104,7	106,7	106,4	106,5	104,3	104,3	111,6	106,2	
II	102,1	104,1	103,7	104,3	101,3	101,3	109,2	103,8	
III	102,8	104,9	104,4	104,9	101,6	101,7	110,1	104,5	
IV	105,7	107,7	106,7	107,7	104,2	104,2	113,0	107,1	
2005 I	105,7	107,9	107,1	-	-	-	112,6	106,6	
2004 May	102,4	104,4	104,0	-	-	-	109,5	104,2	
Jun	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,1	
Jul	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,5	
Ago	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4	
Sep	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7	
Oct	104,2	106,3	105,3	-	-	-	111,5	105,8	
Nov	105,6	107,6	106,5	-	-	-	113,1	107,0	
Dic	107,1	109,2	108,3	-	-	-	114,4	108,4	
2005 Ene	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9	
Feb	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,9	
Mar	106,0	108,3	107,6	-	-	-	112,9	106,9	
Abr	105,1	107,3	106,5	-	-	-	111,9	105,9	
May	104,0	106,2	105,4	-	-	-	110,6	104,6	
				% variación sobre mes anterior					
2005 May	-1,1	-1,0	-1,1	-	-	-	-1,2	-1,2	
				% variación sobre año anterior					
2005 May	1,5	1,7	1,4	-	-	-	1,0	0,4	

### C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

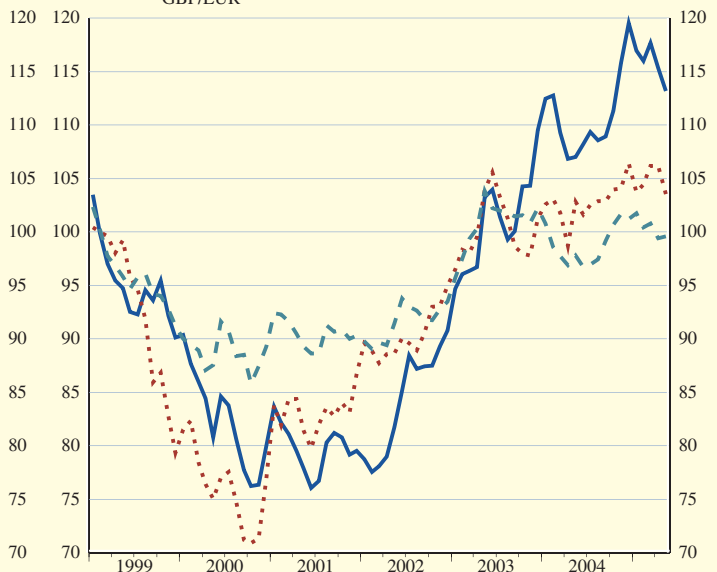
— TCE-23 nominal  
 ..... TCE-23 real deflactado por el IPC



### C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
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
2004 III	7,4367	9,1581	0,67216	1,2220	134,38	1,5363	1.411,03	9,5310	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226
IV	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1.415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 I	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1.340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
2004 Nov	7,4313	8,9981	0,69862	1,2991	136,09	1,5216	1.411,15	10,1028	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867
Dic	7,4338	8,9819	0,69500	1,3408	139,14	1,5364	1.408,77	10,4264	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462
2005 Ene	7,4405	9,0476	0,69867	1,3119	135,63	1,5469	1.362,01	10,2269	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147
Feb	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1.330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
Mar	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
Abr	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1.306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
May	7,4443	9,1931	0,68399	1,2694	135,37	1,5449	1.272,34	9,8900	2,0962	1,5942	8,0814	1,6571
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 May	-0,1	0,3	0,2	-1,9	-2,5	-0,2	-2,6	-2,0	-1,9	-0,3	-1,2	-1,0
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 May	0,1	0,7	1,8	5,7	0,7	0,3	-9,9	5,6	2,0	-3,6	-1,5	-2,7
	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	Leu rumano 24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31,270
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
2004 III	31,593	15,6466	0,57902	0,6597	3,4528	248,80	0,4266	4,4236	239,95	40,020	1,9559	40,994
IV	31,125	15,6466	0,57769	0,6801	3,4528	245,94	0,4314	4,2342	239,83	39,454	1,9559	39,839
2005 I	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37,069
2004 Nov	31,286	15,6466	0,57789	0,6803	3,4528	245,36	0,4319	4,2573	239,79	39,546	1,9559	39,848
Dic	30,636	15,6466	0,57909	0,6900	3,4528	245,80	0,4325	4,1354	239,80	38,872	1,9559	38,696
2005 Ene	30,304	15,6466	0,58170	0,6963	3,4528	246,48	0,4322	4,0794	239,77	38,573	1,9559	38,168
Feb	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36,733
Mar	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36,292
Abr	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36,277
May	30,220	15,6466	0,57806	0,6960	3,4528	251,95	0,4293	4,1749	239,51	39,004	1,9561	36,175
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 May	0,3	0,0	-0,8	0,0	0,0	1,5	-0,1	0,5	-0,1	-0,6	0,0	-0,3
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 May	-5,5	0,0	-1,3	6,1	0,0	-0,4	0,8	-11,6	0,3	-2,9	0,5	-10,8
	Yuan renminbi chino <sup>1)</sup> 25	Kuna croata <sup>1)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>1)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>1)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>1)</sup> 31	Rublo ruso <sup>1)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>1)</sup> 34	Nueva Lira turca <sup>2)</sup> 35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8.785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1.439,680	
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	
2004 III	10,1195	7,3950	87,48	11.190,20	4,6440	1,8701	68,442	35,6546	7,7869	50,478	1.807,510	
IV	10,7423	7,5528	86,19	11.840,69	4,9324	1,8526	73,035	36,9618	7,8379	52,191	1.871,592	
2005 I	10,8536	7,5081	80,67	12.165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
2004 Nov	10,7536	7,5619	87,15	11.723,41	4,9374	1,8540	73,138	37,1185	7,8566	52,357	1.883,365	
Dic	11,0967	7,5589	83,99	12.382,27	5,0960	1,8737	75,336	37,4162	7,6847	52,576	1.870,690	
2005 Ene	10,8588	7,5494	82,12	12.073,27	4,9861	1,8620	73,068	36,6704	7,8386	50,855	1,7784	
Feb	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104	
Mar	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
Abr	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
May	10,5062	7,3272	82,36	12.033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 May	-1,9	-0,9	2,0	-2,7	-1,9	-1,7	-2,1	-1,4	1,1	-1,2	-1,4	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 May	5,8	-1,1	-6,4	11,3	5,8	-9,3	2,9	1,9	-1,1	3,9	-	

Fuente: BCE.

1) 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.

2) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la Lira turca; 1.000.000 de Liras turcas equivalen a 1 nueva Lira turca .



## 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>													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 III	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
IV	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2005 I	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,6	0,7	1,7
2004 Dic	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 Ene	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Feb	1,4	1,0	4,6	2,4	7,0	3,2	3,4	2,5	3,7	2,8	2,6	1,2	1,6
Mar	1,2	1,3	4,8	2,4	6,6	3,3	3,3	2,6	3,4	3,3	2,3	0,5	1,9
Abr	1,4	1,7	4,7	2,8	7,1	3,2	3,8	2,0	3,1	2,7	2,5	0,4	1,9
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,5	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003	-11,7	1,2	3,1	-6,3	-1,5	-1,9	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,5	-2,5	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,9	71,9	14,3	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>													
2004 Nov	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Dic	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 Ene	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Feb	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
Mar	3,62	3,82	-	5,89	3,94	3,73	6,83	4,72	5,55	3,89	3,60	3,86	4,87
Abr	3,55	3,58	-	5,87	3,87	3,82	6,91	4,71	5,49	3,95	3,76	3,58	4,67
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>													
2004 Nov	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
Dic	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 Ene	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
Feb	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
Mar	2,08	2,19	2,40	4,96	3,26	2,49	-	2,98	6,15	4,05	2,29	2,11	4,99
Abr	2,03	2,18	2,40	4,89	2,92	2,44	7,43	3,24	5,78	4,05	2,56	2,11	4,94
<b>PIB real</b>													
2003	3,7	0,7	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-1,8	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	4,0	2,4	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 III	4,0	2,5	5,9	4,1	9,1	6,0	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
IV	4,3	3,0	5,9	3,0	8,6	6,1	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
2005 I	.	1,9	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	2,7
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,6
2004	-5,7	2,4	-11,8	-5,0	-11,3	-5,9	-8,5	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,1	-2,0
2004 II	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,2	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
III	-7,5	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,2	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
IV	-7,8	0,5	-13,0	-12,7	-7,1	-2,5	-7,2	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,0	-1,3
<b>Costes laborales unitarios</b>													
2003	3,3	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,4	-	.	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	0,9	4,9	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 III	.	1,1	5,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	.	1,1
IV	.	0,3	4,7	-	.	.	.	-	.	.	5,1	.	.
2005 I	.	1,9	.	-	.	.	.	-	.	.	.	.	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 III	8,3	5,3	9,0	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
IV	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 I	8,3	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,1	5,8	16,1	6,3	.
2004 Dic	8,3	5,1	8,3	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	4,6
2005 Ene	8,3	5,0	8,1	5,5	9,6	9,1	6,3	6,9	18,1	5,8	16,4	6,2	4,7
Feb	8,3	5,0	8,0	5,6	9,5	8,8	6,3	6,8	18,0	5,8	16,1	6,5	4,5
Mar	8,3	5,0	7,9	5,1	9,4	8,7	6,3	6,9	18,0	5,8	15,9	6,3	.
Abr	8,2	4,9	7,9	4,8	9,2	8,5	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

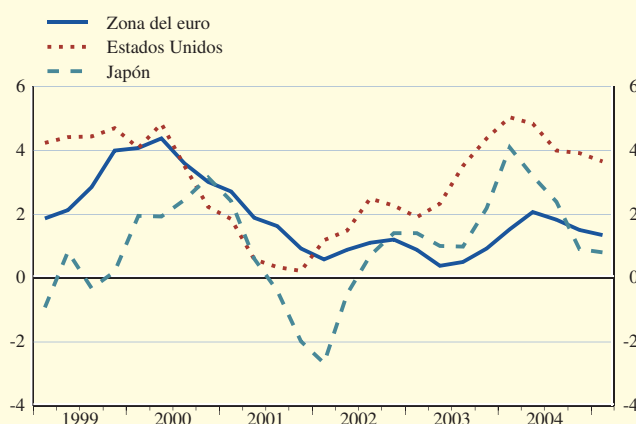
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 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 el PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,8
2004	2,7	-0,7	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 I	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,6	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,5
II	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
III	2,7	-0,1	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
IV	3,3	-0,4	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 I	3,0	1,4	3,7	4,5	5,3	5,5	2,84	4,30	1,3113	.	.
2005 Ene	3,0	-	-	5,0	5,2	6,1	2,66	4,21	1,3119	-	-
Feb	3,0	-	-	4,6	5,4	5,5	2,82	4,16	1,3014	-	-
Mar	3,1	-	-	4,0	5,2	4,8	3,03	4,49	1,3201	-	-
Abr	3,5	-	-	3,5	5,2	4,5	3,15	4,34	1,2938	-	-
May	.	-	-	.	.	.	3,27	4,14	1,2694	-	-
Japón											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,3	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	4,1	6,9	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	-6,7	3,2	7,2	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	-0,1	-5,9	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	0,5	-1,9	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	-0,2	.	0,8	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2005 Ene	-0,1	.	-	2,0	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
Feb	-0,3	.	-	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	-	-
Mar	-0,2	.	-	1,2	4,5	2,1	0,05	1,45	138,83	-	-
Abr	0,0	.	-	0,6	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	-	-
May	.	.	-	.	.	.	0,05	1,27	135,37	-	-

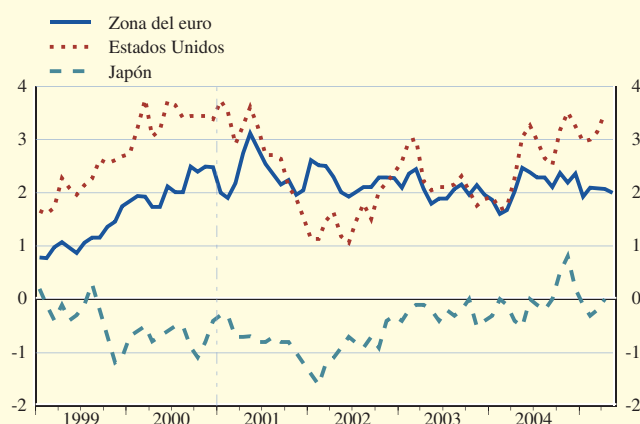
### C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C34 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 periodo; 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 periodo).

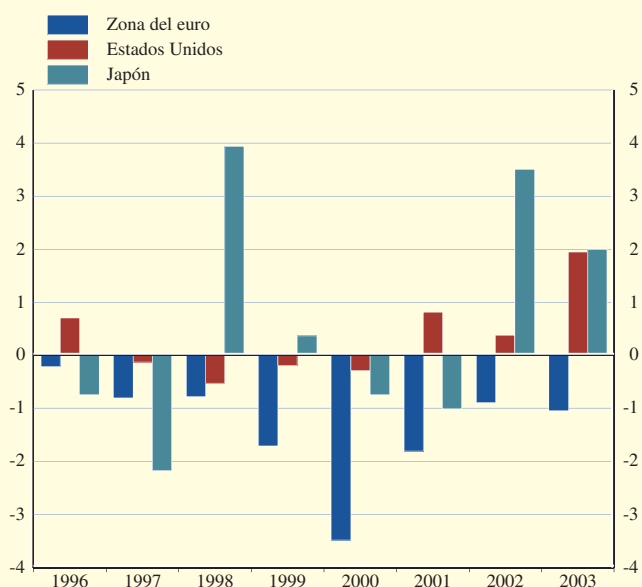
## 9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

### 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													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,6	0,9	1,7	12,8	5,3	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,9	3,7	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,4	8,5	2,5	0,8	13,2	6,9	10,6	8,0
2004	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,4	4,5	8,7	3,0	0,3	13,4	6,6	10,4	9,5
2003 I	12,8	18,2	-5,0	7,0	7,0	3,6	7,8	2,4	0,8	12,9	6,1	10,2	8,8
II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,1	13,1	9,3	10,5	11,7
III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,6	8,7	1,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,4
IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,3	9,1	2,8	0,1	13,4	3,0	10,7	4,3
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,2	8,9	4,2	1,0	13,1	7,2	10,2	10,2
II	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,3	8,8	2,5	-0,6	13,4	5,9	10,3	8,5
III	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,2	9,1	2,6	0,3	13,5	6,9	10,4	9,3
IV	13,4	20,1	-6,2	8,0	7,6	3,2	8,2	2,8	0,3	13,4	6,4	10,7	9,7
Japón													
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	0,7	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,8	.	0,9	0,7	.	1,9	.	-0,7
2003 I	28,2	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
II	23,7	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
III	25,9	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
IV	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,2	.	9,5	.	-1,4
2004 I	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,5	.	-7,2	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,0	.	7,9	.	-6,2
III	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,2	.	-2,1	.	1,5
IV	.	24,6	.	.	.	13,0	.	15,2	2,2	.	8,3	.	-0,4

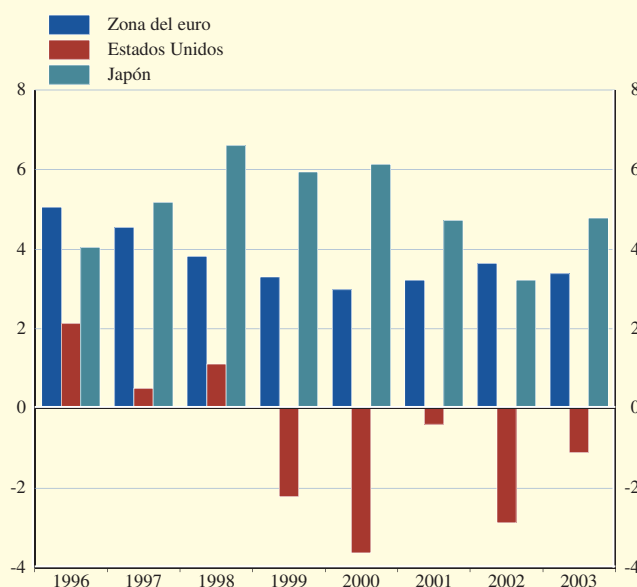
### C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



### C36 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 brutas de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo 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	Cuenta corriente	S54
C27	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C28	Bienes	S55
C29	Servicios	S55
C30	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S59
C31	Tipos de cambio efectivo	S66
C32	Tipos de cambio bilaterales	S66
C33	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C34	Índices de precios de consumo	S69
C35	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C36	Capacidad de financiación de los hogares	S70



## 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 periodo 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, exclu-

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 Findley, D., 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 Gómez, V. 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 periodo base, es decir, diciembre 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.



yen 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 ajustados. 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 ajustados 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, para las que el BCE recopila información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones, y las «operaciones» utilizadas en los agregados monetarios.

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

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

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

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

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.

## RELATIVAS AL CUADRO I 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 estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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

## 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 y 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 transferencias corrientes, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de servicios 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. Los pagos de las transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



## NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de junio de 2005.

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 po-

siciones 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».

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 Públicas (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 desestacionali-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

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

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

cluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran las emisiones, amortizaciones, emisiones netas y saldos en circulación a todos los plazos, y un detalle adicional a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a diferencias de valoración, reclasificaciones y otros ajustes.

En las columnas 1 a 4 se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones y las emisiones netas de todas las emisiones denominadas en euros. En las columnas 5 a 8 se recogen los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones y las emisiones netas de todos los valores distintos de acciones (es decir, valores de renta fija) emitidos por los residentes en la zona del euro. En las columnas 9 a 11 figuran el porcentaje de saldos vivos, emisiones brutas y amortizaciones de valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro. La columna 12 muestra las emisiones netas denominadas en euros por residentes en la zona del euro.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95<sup>3</sup>. 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 relativos a los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que se presentan en la columna 2 del cuadro 4.2.1 son bastante comparables con los datos de valores 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 brutas totales del total de los valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 corresponden a los datos de las emisiones brutas totales realizadas por re-

sidentes en la zona del euro que se recogen en la columna 6 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo de la columna 6 de la sección 4.1 y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable de la columna 7 del cuadro 2 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 figuran las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes (detallados por plazo a la emisión, por tipo de instrumento, por sector emisor y por moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanual excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales hacen referencia a la variación interanual de la media del período. Para conocer más detalles, véanse las notas técnicas.

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 de 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,

3 Los códigos del SEC 95 correspondientes a los distintos sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN de los países de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras Administraciones Públicas, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

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

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

aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados 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 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>4</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>5</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 el coste laboral medio por hora trabajada. Sin embargo, no incluyen la agricultura, la pesca, la Administración pública, la educación, la sanidad y los servicios que no estén clasificados en otra rúbrica. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos cuya definición nacional no está armonizada.

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 6.4 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 dife-

<sup>4</sup> DO L 162 de 5.6.1998, p. 1.

<sup>5</sup> DO L 86 de 27.3.2001, p. 11.

rir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en la sección 6.4 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>6</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>7</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

#### **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>8</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 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

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

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

8 DO L 354 de 30.11.2004, p. 34.

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

ción 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 operacio-

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

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

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

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

## TIPOS DE CAMBIO

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

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



## 9 DE ENERO DE 2003

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 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

## 23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

## 6 DE FEBRERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

## 6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

## 3 DE ABRIL DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

## 8 DE MAYO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 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 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

#### **5 DE JUNIO DE 2003**

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asi-

mismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

#### **10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003, Y 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 ven-

cimiento 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 Y 2 DE JUNIO 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.



## EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



### FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el primer trimestre del 2005, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 277.742 pagos, por un importe total de 1.876 mm de euros. Ambas medias son las más elevadas desde que se puso en funcionamiento TARGET en enero de 1999. En comparación con el trimestre anterior, ello supuso un incremento del 2% en el número de pagos y del 6% en su importe. Todos los segmentos analizados experimentaron un aumento tanto en el número de operaciones como en su importe. Este crecimiento intertrimestral no es habitual, pues rompe el patrón de años anteriores, en los que en el primer trimestre siempre se producía un descenso con respecto al cuarto trimestre del año anterior. La cuota total de mercado de TARGET ascendió un 1%, hasta el 89% y el 58%, respectivamente, tanto en el importe como en el número de órdenes procesadas, lo que podría tener su explicación en el cierre del Servicio Español de Pagos Interbancarios el 15 de diciembre de 2004.

### PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó en el primer trimestre del 2005 una media diaria de 210.266 pagos intra-Estado miembro, por un importe de 1.245 mm de euros, lo que supuso un aumento del 1% en el número de operaciones y un 5% en su importe, en comparación con el año precedente. En relación con el mismo período del año 2004, el número de operaciones creció un 4%, y el importe, un 10%. Las operaciones intra-Estado miembro procesadas en TARGET representaron el 75,7% del total de pagos y el 66,3% de su importe. El importe medio de estas operaciones alcanzó los 5,9 millones de euros en el primer trimestre del 2005, frente a los 5,7 millones del trimestre anterior. En cuanto al número de operaciones, el día de máxima actividad fue el 29 de marzo de 2005, el día después de las vacaciones de Semana Santa, fecha en la que se procesaron 301.965 órdenes de pago. En cuanto al importe, la cifra más elevada se registró el 31 de marzo, en el que se alcanzaron los 1.600 mm de euros. Por tramos de importes, el 66% de los pagos se realizó por importes inferiores a los 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos

intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 137 operaciones.

### PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

Por lo que se refiere a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 67.476 pagos, por un importe total de 631 mm de euros en el primer trimestre del 2005. Esta cifra supuso, con respecto al cuarto trimestre, un incremento del 3% en el número de operaciones y un 9% en su importe.

En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios aumentó un 6% y su importe, un 9%. Por su parte, los pagos de clientes experimentaron un incremento del 1% en el número de operaciones y del 7% en su importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros procesadas por TARGET fue del 49,4% en cuanto al número y del 95,1% en cuanto a su importe. Con respecto al cuarto trimestre del 2004, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó desde 17,4 millones de euros hasta los 18 millones de euros, y el de los pagos de clientes, desde los 875.000 euros a los 895.000 euros. En el primer trimestre, el día de máxima actividad de pagos entre Estados miembros fue el 29 de marzo de 2005, fecha en la que se procesaron 98.822 operaciones. En lo que se refiere al importe, la cifra más elevada se registró el 28 de febrero, en el que se alcanzaron los 853 mm de euros. Por tramos de importes, el 62% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 49 operaciones.

### DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el primer trimestre del 2005, TARGET logró una disponibilidad general del 99,73%, frente al 99,77% del cuarto trimestre del 2004. El número de incidencias que afectaron a la disponibilidad del sistema fue de 31,6 más que en el trimestre anterior. Las incidencias consideradas para calcu-



**Cuadro 1 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE**

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad I 2005
Bélgica	99,65%
Dinamarca	99,63%
Alemania	98,57%
Grecia	99,49%
España	99,84%
Francia	100,00%
Irlanda	99,85%
Italia	99,87%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	100,00%
Austria	99,85%
Portugal	100,00%
Finlandia	99,92%
Suecia	100,00%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,03%
Disponibilidad general de TARGET	99,73%

lar la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el primer trimestre del 2005 se registraron tres incidencias que duraron más de dos horas, lo que produjo en uno de los casos que se retrasara el cierre de TARGET en una hora. En el cuadro 1 se muestra la disponibilidad de cada uno de los componentes nacionales de TARGET y del mecanismo de pagos del BCE.

En el primer trimestre, el 94,04% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos; el 4,42%, de cinco a quince minutos, y el 0,60%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 614 de los pagos procesados diariamente, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 67.476 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.

**Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones**

(número de pagos)	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I
<b>TARGET</b>					
<b>Pagos totales de TARGET</b>					
Total	17.071.290	17.264.247	16.871.971	18.033.316	17.219.984
Media diaria	266.739	274.036	255.636	273.232	277.741
<b>Pagos entre Estados miembros</b>					
Total	4.184.179	4.286.846	4.068.531	4.305.815	4.183.482
Media diaria	65.378	68.045	61.644	65.240	67.476
<b>Pagos intra-Estado miembro</b>					
Total	12.887.111	12.977.401	12.803.440	13.727.501	13.036.502
Media diaria	201.361	205.990	193.992	207.992	210.266
<b>Otros sistemas</b>					
<b>EURO 1 (EBA)</b>					
Total	9.669.240	9.840.955	10.831.383	11.382.418	10.883.591
Media diaria	151.082	156.206	164.112	172.420	175.542
<b>Paris Net Settlement (PNS)</b>					
Total	1.772.742	1.767.244	1.700.070	1.766.831	1.681.581
Media diaria	27.669	28.051	25.759	26.770	27.122
<b>Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)</b>					
Total	131.082	184.269	128.745	119.693	127.802
Media diaria	2.048	2.925	1.951	1.813	2.061
<b>Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)</b>					
Total	365.097	316.448	237.482	139.269	
Media diaria	5.705	5.023	3.598	2.360	

**Cuadro 3 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones**

(mm de euros)	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I
<b>TARGET</b>					
<b>Pagos totales de TARGET</b>					
Total	109.062	111.025	107.592	116.389	116.318
Media diaria	1.704	1.762	1.630	1.763	1.876
<b>Pagos entre Estados miembros</b>					
Total	36.487	36.046	35.378	38.226	39.152
Media diaria	570	572	536	579	631
<b>Pagos intra-Estado miembro</b>					
Total	72.575	74.979	72.214	78.163	77.166
Media diaria	1.134	1.190	1.094	1.184	1.245
<b>Otros sistemas</b>					
<b>EURO 1 (EBA)</b>					
Total	11.647	10.987	10.487	11.005	10.483
Media diaria	182	174	159	167	169
<b>Paris Net Settlement (PNS)</b>					
Total	4.276	4.765	4.217	4.215	3.922
Media diaria	67	76	64	64	63
<b>Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)</b>					
Total	120	117	117	113	122
Media diaria	2	2	2	2	2
<b>Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)</b>					
Total	60	60	110	37	
Media diaria	1	1	2	1	



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2004. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre marzo y mayo del 2005. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2003», abril 2004.

«Informe Anual 2004», abril 2005.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report 2004», octubre 2004.

«Informe de Convergencia 2004: Información y resumen», octubre 2004.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.

«Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.

«Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.

«Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.

«Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.

«Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.

«La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.

«Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.

«Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.

«La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», mayo 2004

«La tasa natural de interés de la zona del euro», mayo 2004.

«Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema», mayo 2004.

«Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», julio 2004.

«Explicación de la capacidad de resistencia del sector bancario de la Unión Europea desde el año 2000», julio 2004.

«La Constitución Europea y el BCE», agosto 2004.

«Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», agosto 2004.

«Experiencia adquirida en los primeros años de circulación de los billetes en euros», agosto 2004.

«Análisis monetario en tiempo real», octubre 2004.

«Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea», octubre 2004.

«Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», noviembre 2004.

«Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», noviembre 2004.

«Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», noviembre 2004.

«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.

#### STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por un equipo dirigido por A. Enria y formado por L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. Papatthanassiou, octubre 2004.
- 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. Mörntinen, 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, 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.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 448 «Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey?», por L. Aucremanne y M. Druant, marzo 2005.
- 449 «Consumer price behaviour in Italy: evidence from micro CPI data», por G. Veronese, S. Fabiani, A. Gattulli y R. Sabbatini, marzo 2005.
- 450 «Using mean reversion as a measure of persistence», por D. Dias y C. Robalo Marques, marzo 2005.
- 451 «Breaks in the mean of inflation: how they happen and what to do with them», por S. Corvoisier y B. Mojon, marzo 2005.
- 452 «Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission», por M. Ehrmann, M. Fratzscher y R. Rigobon, marzo 2005.
- 453 «Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors», por M. Przybyla y M. Roma, marzo 2005.
- 454 «European women: Why do(n't) they work?», por V. Genre, R. Gómez-Salvador y A. Lamo, marzo 2005.
- 455 «Central bank transparency and private information in a dynamic macroeconomic model», por J. G. Pearlman, marzo 2005.
- 456 «The French block of the ESCB multi-country model», por F. Boissay y J. P. Villetelle, marzo 2005.
- 457 «Transparency, disclosure and the Federal Reserve», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, marzo 2005.
- 458 «Money demand and macroeconomic stability revisited», por A. Schabert y C. Stoltenberg, marzo 2005.
- 459 «Capital flows and the US 'New Economy': consumption smoothing and risk exposure», por M. Miller, O. Castrén y L. Zhang, marzo 2005.
- 460 «Part-time work in EU countries: labour market mobility, entry and exit», por H. Buddelmeyer, G. Mourre y M. Ward-Warmedinger, marzo 2005.
- 461 «Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?», por L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, marzo 2005.
- 462 «Time-dependent versus state-dependent pricing: a panel data approach to the determinants of Belgian consumer price changes», por L. Aucremanne y E. Dhyne, marzo 2005.
- 463 «Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI», por L. Bilke, marzo 2005.
- 464 «The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence», por C. Kwapil, J. Baumgartner y J. Scharler, marzo 2005.
- 465 «Determinants and consequences of the unification of dual-class shares», por A. Pajuste, marzo 2005.
- 466 «Regulated and services prices and inflation persistence», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, abril 2005.

- 467 «Socio-economic development and fiscal policy: lessons from the cohesion countries for the new member states», por A. N. Mehrotra y T. A. Peltonen, abril 2005.
- 468 «Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together?», por P. De Grauwe y F. P. Mongelli, abril 2005.
- 469 «Money and prices in models of bounded rationality in high inflation economies», por A. Marcet y J. P. Nicolini, abril 2005.
- 470 «Structural filters for monetary analysis: the inflationary movements of money in the euro area», por A. Bruggeman, G. Camba-Méndez, B. Fischer y J. Sousa, abril 2005.
- 471 «Real wages and local unemployment in the euro area», por A. Sanz de Galdeano y J. Turunen, abril 2005.
- 472 «Yield curve prediction for the strategic investor», por C. Bernadell, J. Coche and K. Nyholm, abril 2005.
- 473 «Fiscal consolidations in the central and eastern European countries», por A. Afonso, C. Nickel y P. Rother, abril 2005.
- 474 «Calvo pricing and imperfect common knowledge: a forward-looking model of rational inflation inertia», por K. P. Nimark, abril 2005.
- 475 «Monetary policy analysis with potentially misspecified models», por M. Del Negro y F. Schorfheide, abril 2005.
- 476 «Monetary policy with judgement: forecast targeting», por L. E. O. Svensson, abril 2005.
- 477 «Parameter misspecification and robust monetary policy rules», por C. E. Walsh, abril 2005.
- 478 «The conquest of US inflation: learning and robustness to model uncertainty», por T. Cogley y T. J. Sargent, abril 2005.
- 479 «The performance and robustness of interest rate rules in models of the euro area», por R. Adalid, G. Coenen, P. McAdam y S. Siviero, abril 2005.
- 480 «Insurance policies for monetary policy in the euro area», por K. Küster y V. Wieland, abril 2005.
- 481 «Output and inflation responses to credit shocks: are there threshold effects in the euro area?», por A. Calza y J. Sousa, abril 2005.
- 482 «Forecasting macroeconomic variables for the new member states of the European Union», por A. Banerjee, M. Marcellino e I. Masten, mayo 2005.
- 483 «Money supply and the implementation of interest rate targets», por A. Schabert, Mayo 2005.
- 484 «Fiscal federalism and public inputs provision: vertical externalities matter», por D. Martínez-López, mayo 2005.
- 485 «Corporate investment and cash flow sensitivity: what drives the relationship?», por P. Mizen y P. Vermeulen, mayo 2005.
- 486 «What drives productivity growth in the new EU member states? The case of Poland», por M. Kolasa, mayo 2005.
- 487 «Computing second-order-accurate solutions for rational expectation models using linear solution methods», por G. Lombardo y A. Sutherland, mayo 2005.
- 488 «Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, mayo 2005.
- 489 «Persistence and nominal inertia in a generalized Taylor economy: how longer contracts dominate shorter contracts», por H. Dixon y E. Kara, mayo 2005.

#### OTRAS PUBLICACIONES

- «Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.
- «The monetary policy of the ECB», enero 2004.
- «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 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

«Foreign direct investment task force report», marzo 2004.

«External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«TARGET compensation claim form», abril 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe», abril 2004.

«The use of central bank money for settling securities transactions», mayo 2004.

«TARGET Annual Report 2003», mayo 2004.

«Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles», mayo 2004.

«Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management», mayo 2004.

«Risk Management for Central Bank Foreign Reserves», mayo 2004.

«Comparison of household saving ratios, Euro area / United States / Japan», junio 2004.

«The development of statistics for Economic and Monetary Union», por Peter Bull, julio 2004.

«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», septiembre 2004.

«Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure Draft of proposed amendments to IAS 39 - The fair value option», septiembre 2004.

«Disposiciones institucionales: Estatutos del SEBC y del BCE. Reglamentos internos», octubre 2004.

«Standards for securities clearing and settlement in the European Union», octubre 2004.

«The European Central Bank - History, role and functions», por Hanspeter K. Scheller, octubre 2004.

«E-payments without frontiers», octubre 2004.

«European Union balance of payments/internacional investment positions statistical methods», noviembre 2004.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries», noviembre 2004.

«Report on EU banking structure 2004», noviembre 2004.

«EU banking sector stability 2004», noviembre 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the European Parliament», noviembre 2004.

«Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs», noviembre 2004.

«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre 2004.

«Hacia una zona única de pagos para el euro - tercer informe», diciembre 2004.

«The euro bond market study 2004», diciembre 2004.

«Financial Stability Review», diciembre 2004.

«Review of the requirements in the field of general economic statistics», diciembre 2004.

«Research network on capital markets and financial integration in Europe - results and experience after two years», diciembre 2004.

«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 European Union - Addendum incorporating 2003 figures», febrero 2005.

«Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.

«Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amendments to IAS 39 - The fair value option», abril 2005.

«Euro money market study 2004», mayo 2005.

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties», 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.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.

«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.

«TARGET - the current system», septiembre 2004.





## 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.

**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 del 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 del 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.

**Coste laboral bruto mensual:** sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total por asalariado en relación con 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:** curva que describe la relación entre el tipo de interés o rendimiento y el plazo en un momento determinado de valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito y plazos

distintos. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de los mismos.

**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 compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta 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:** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra determinada 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 del sector 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 indicadores compuestos 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 ope-

raciones 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.

**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 de los bancos centrales.

**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 (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones, por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (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.

**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 número de votos.

**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.

**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:** 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 (excluidos 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 las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**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 en relación con 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, las vacantes sin cubrir o los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas 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:** medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.