



BANCO CENTRAL EUROPEO

BOLETÍN MENSUAL
JULIO

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL JULIO 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 6 de julio 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

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	17
Precios y costes	38
Producto, demanda y mercado de trabajo	45
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	54
Recuadros	
1 Reciclaje de la factura del petróleo y su impacto	14
2 Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM	20
3 Herramientas para calcular e interpretar la evolución de los tipos de interés reales en la zona del euro	30
4 Nueva serie de costes laborales por hora de la zona del euro	42
5 Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro	50
ARTÍCULOS	
El índice armonizado de precios de consumo: concepto, propiedades y experiencia acumulada	61
La estrategia de Lisboa cinco años después Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro	75
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004	V
GLOSARIO	XI

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 7 de julio 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.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que la orientación de la política monetaria es apropiada, dadas las actuales perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés de la zona del euro se encuentran en unos niveles históricamente bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, por lo que constituyen un estímulo constante para la actividad económica. El Consejo de Gobierno confirmó que continuará llevando a cabo un seguimiento atento de todos los factores que pudieran afectar a esta valoración y mantiene una actitud vigilante ante los riesgos que pudiesen surgir para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que respecta al análisis económico, los últimos indicadores de la actividad económica de la zona del euro confirman, en conjunto, que el crecimiento ha seguido siendo moderado. En particular, el aumento de los ya elevados precios del petróleo parece haber incidido sobre la demanda y la confianza. Conforme a los datos actualmente disponibles, se espera que la tasa de crecimiento intertrimestral correspondiente al segundo trimestre de este año sea inferior al 0,5% registrado en el primer trimestre. Los datos de que se dispone resultan aún contradictorios; algunos de los indicadores más recientes muestran una ligera mejora, pero todavía no existen indicios de que se haya iniciado una recuperación de la actividad económica más sostenida. Al mismo tiempo, a medio plazo, siguen existiendo motivos para esperar que se produzca una mejora gradual de la actividad económica de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, del vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales

actualmente observado y de las mejoras de la eficiencia que se están produciendo en las empresas. El consumo debería crecer prácticamente en consonancia con la evolución esperada de la renta disponible. En el entorno exterior, el actual crecimiento de la demanda mundial y la mejora de la competitividad en términos de precios de la zona del euro deberían favorecer las exportaciones de la zona. Esta valoración resulta acorde con las previsiones y proyecciones publicadas.

Este escenario de referencia para el crecimiento continúa estando rodeado de un considerable grado de incertidumbre. En conjunto, los riesgos apuntan una tendencia a la baja del crecimiento económico y están particularmente relacionados con la persistencia de los elevados precios del petróleo, el bajo nivel de confianza existente en la zona del euro y los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en junio, frente al 1,9% registrado en mayo. Se espera que durante los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fluctúe en torno a los niveles actuales, y es posible que no descienda por debajo del 2% durante los restantes meses del 2005. Esta perspectiva refleja principalmente la evolución reciente de los precios del petróleo, que constituye un riesgo alcista para la inflación en el contexto de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio del 2005. Sin embargo, los incrementos salariales se han mantenido contenidos en los últimos trimestres y, en una situación de crecimiento económico moderado y de debilidad de los mercados de trabajo, esta tendencia debería proseguir por el momento. En conjunto, siguen sin apreciarse indicios significativos de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro.

Al mismo tiempo, los riesgos alcistas para este escenario de inflación justifican que se realice un seguimiento atento. Estos riesgos están relacionados principalmente con la evolución de los precios del petróleo y con la posibilidad de que produzcan efectos secundarios derivados del comportamien-

to en la fijación de salarios y precios. Es importante que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. Por otro lado, la incertidumbre en cuanto a la evolución futura de los precios administrados y de los impuestos indirectos ha de ser tenida en cuenta en la evaluación de las proyecciones de inflación disponibles en la actualidad.

En cuanto a las perspectivas de inflación en horizontes temporales de medio a largo plazo, la evaluación se basa asimismo en los resultados del análisis monetario. En consonancia con la evolución observada desde mediados del 2004, el crecimiento monetario y del crédito mantiene su intensidad en la zona del euro. El efecto estimulante del reducido nivel de los tipos de interés ha seguido siendo el principal factor determinante de la evolución monetaria, como se refleja en el fuerte crecimiento de M1 y en el dinamismo de los préstamos al sector privado. La liquidez continúa siendo holgada conforme a todas las medidas fiables. En general, la evolución monetaria avala la adopción de una actitud vigilante respecto de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios en horizontes temporales de medio a largo plazo.

En síntesis, el análisis económico confirma que las presiones inflacionistas internas a medio plazo permanecen contenidas en la zona del euro, si bien el comportamiento de los precios del petróleo en particular conlleva ligeras revisiones al alza del principal escenario para la evolución de los precios. El análisis monetario identifica riesgos para la estabilidad de precios a más largo plazo. En conjunto, el contraste de la información proveniente de los dos pilares sugiere la necesidad de continuar con una actitud vigilante a fin de mantener las expectativas de inflación en consonancia con la estabilidad de precios. De hecho, manteniendo las expectativas de inflación a medio plazo firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios, la política monetaria contribuye de forma significativa a la recuperación del crecimiento económico.

Unas políticas fiscales prudentes podrían proporcionar un apoyo considerable a la confianza en la zona del euro. Los debates sobre la revisión

de la regulación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento han finalizado y en este momento resulta fundamental una aplicación rigurosa que garantice un marco eficaz para la coordinación y disciplina de la política fiscal, principalmente debido a que los déficit presupuestarios existentes y previstos en diversos países de la zona del euro precisan ser abordados con rigor. En diversos casos estos déficit no sólo implican el aumento de la ratio de deuda, sino que imposibilitan que exista un margen de seguridad de holgura presupuestaria a corto plazo en caso de que la evolución sea desfavorable. En este contexto, dadas las significativas revisiones de anteriores cifras de déficit y de deuda en un reducido número de países, el Consejo de Gobierno ha reiterado su anterior llamamiento sobre la calidad de la compilación y la presentación puntual de las estadísticas de finanzas públicas.

Por último, como el Consejo de Gobierno ha subrayado en repetidas ocasiones, es preciso adoptar urgentemente un conjunto de medidas de reforma estructural decididas y de gran alcance destinadas a lograr una economía más dinámica y competitiva en Europa, dotada de mercados de trabajo y de productos flexibles. El principal objetivo de dichas medidas es hacer frente a los retos que actualmente presentan la globalización, los rápidos avances tecnológicos y el envejecimiento de la población y, en general, garantizar una mayor resistencia ante las perturbaciones. Estos retos no son específicos de la zona del euro. No obstante, unas reformas estructurales acertadas contribuirían además a favorecer los procesos de ajuste dentro de la zona del euro. En particular, permitirían a los países miembros que registran tasas de crecimiento económico y de creación de empleo más débiles, o con una inflación persistentemente elevada, alcanzar mejores resultados en el futuro. En lo referente a los diferenciales de crecimiento e inflación existentes en la zona del euro, los datos disponibles sugieren que la dispersión de las tasas de crecimiento e inflación de la zona no es significativamente diferente de la de Estados Unidos, y que no se ha incrementado desde 1999. Sin embargo, en los casos en los que estos diferenciales no se deben a procesos de convergencia o a factores de carácter transitorio, las

reformas estructurales son aún más necesarias a fin de mejorar los resultados económicos y la flexibilidad en los procesos de ajuste.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza el concepto de IAPC y sus propiedades, y examina la experiencia que se ha acumulado con este índice de precios de consumo. El segundo trata de la apli-

cación de las reformas estructurales en el contexto de la Estrategia de Lisboa y de su reactivación, tras la revisión intermedia del Consejo Europeo celebrado en marzo del 2005. Por último, el tercer artículo examina la utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y préstamos denominados en euros, compilada por el BCE desde principios del 2003.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido, aunque muestra señales de moderación gradual. Al mismo tiempo, parece que, en general, las presiones inflacionistas a escala mundial se encuentran relativamente controladas. Las perspectivas para la economía mundial y para la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. Sin embargo, la persistencia de los elevados precios del petróleo supone importantes riesgos para estas perspectivas.

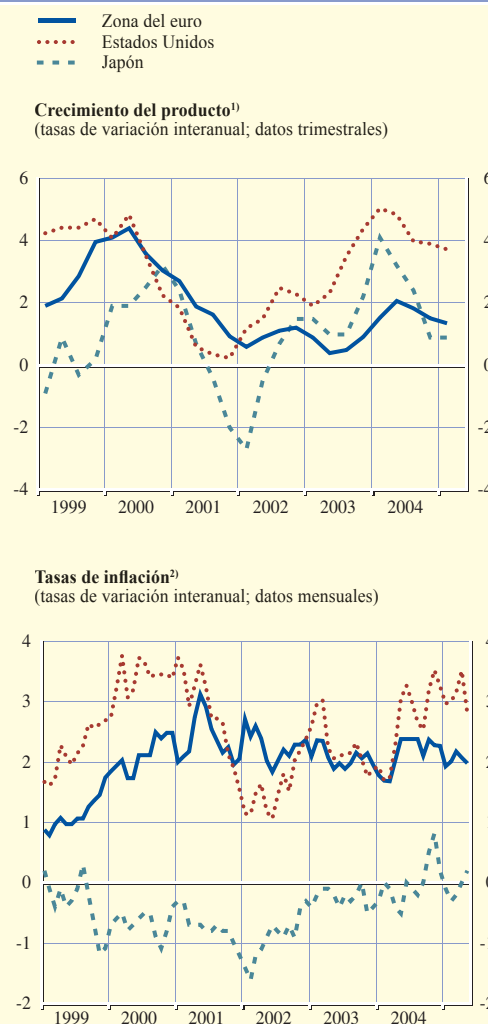
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido (véase gráfico 1). El crecimiento es especialmente intenso en Estados Unidos y en algunos países asiáticos, sobre todo en China. No obstante, en muchos países, las tasas de crecimiento están mostrando signos de moderación con respecto a las observadas a finales del 2004. La actividad sigue sustentándose en los servicios en particular, mientras que las manufacturas presentan ciertos signos de debilidad en algunos países, como consecuencia, en parte, del efecto de la subida de los precios del petróleo y de los ajustes de las existencias. Recientemente, los precios del petróleo han vuelto a repuntar, alcanzando el Brent un nuevo máximo histórico a finales de junio. Sin embargo, parece que, en general, las presiones inflacionistas a escala mundial se encuentran relativamente controladas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la expansión económica mantuvo su intensidad en el primer semestre del 2005. Según las últimas estimaciones, el PIB real creció en el primer trimestre un 3,8%, en términos anualizados, con respecto al trimestre anterior, impulsado por una fuerte demanda interna. Al mismo tiempo, el continuo lastre que supone la demanda exterior neta para el crecimiento llevó, en parte, a que el déficit por cuenta corriente alcanzara un nuevo máximo del 6,4% del PIB en el primer trimestre. El crecimiento económico parece haber continuado a un ritmo bastante vigoroso en el segundo trimestre del 2005, aunque podría haber registrado cierta moderación. Concretamente, en general el crecimiento en la industria se ha debilitado, lo que parece estar relacionado en cierta medida con una revisión de las existencias, tras la fuerte acumulación experimentada el año pasado y a comienzos del año actual. Otros factores que parecen haber afectado negativamente a la deman-

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

da final en el primer semestre de este año son los elevados precios del petróleo y, posiblemente, el término, a finales de año, de los incentivos fiscales para gastos de inversión. Por el contrario, el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo ha continuado respaldando la demanda interna.

Según los últimos datos publicados, la inversión residencial parece haber seguido siendo intensa. El crecimiento del consumo privado también parece haber continuado, aunque a un ritmo más moderado que en el primer trimestre. La expansión de la inversión de las empresas en capital fijo también parece haberse mantenido por debajo del veloz ritmo observado en el segundo semestre del 2004. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica general en el futuro próximo siguen siendo bastante favorables, aunque el crecimiento del producto podría resultar ser algo más moderado que el rápido ritmo de expansión registrado en el primer trimestre.

Los elevados precios del petróleo y la aparente aceleración de los costes laborales unitarios no se tradujeron en un repunte significativo de la inflación medida por los precios de consumo, excluida la energía, hasta finales de mayo. Ese mes, la inflación interanual medida por los precios de consumo disminuyó hasta el 2,8%, tras haberse situado en el 3,5% en abril. El descenso se debió, principalmente, a la caída transitoria de los precios del petróleo. Si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación se mantuvo en el 2,2% en mayo.

Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió en su reunión de 30 de junio elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales 0,25 puntos porcentuales por novena vez consecutiva, hasta situarlo en el 3,25%. El Comité reiteró sus afirmación relativa a que «la política monetaria acomodaticia podrá eliminarse a un ritmo que probablemente sea moderado».

JAPÓN

En Japón, la segunda estimación de las cuentas nacionales confirmó que la economía había registrado un intenso crecimiento en el primer trimestre del 2005. Según los datos revisados, el PIB real creció un 1,2% en tasa intertrimestral, lo que es equivalente a un incremento anualizado del 4,9%. Esto supone una ligera revisión a la baja de la estimación inicial. El fuerte repunte del PIB real en el primer trimestre del 2005 se vio impulsado principalmente por la demanda interna de los hogares, en particular por el consumo privado y la inversión no residencial.

Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón para el segundo trimestre del 2005 fueron bastante favorables y proporcionaron nuevos indicios acerca del afianzamiento de la recuperación de la economía japonesa. La encuesta a los hogares confirma que el gasto real se está fortaleciendo, como consecuencia principalmente de la mejora de los mercados de trabajo. El incremento de las ventas al por menor y el mayor número de matriculaciones de automóviles apuntan también a un crecimiento sostenido de la demanda interna, al tiempo que la confianza de los consumidores continúa siendo elevada. Por el contrario, la actividad exportadora sigue siendo moderada, como reflejo en gran medida de la desaceleración experimentada en el comercio con China.

De cara al futuro, se espera que la economía japonesa mantenga su presente expansión, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre. Es probable que el crecimiento se vea respaldado por la demanda interna más que por el sector exterior.

En lo que se refiere a la evolución de los precios de consumo, en mayo el IPC interanual aumentó un 0,2% en cifras interanuales, mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, se mantuvo estabilizado. Por el contrario, los precios industriales —medidos por el índice de precios de los bienes internos

adquiridos por las empresas— han continuado incrementándose en los últimos meses, reflejando los altos precios de los productos energéticos y de las materias primas. En mayo, los bienes de los precios adquiridos por las empresas se elevaron un 1,8% en tasa interanual. En estas circunstancias, el Banco de Japón decidió en su reunión de 15 de junio mantener sin cambios, en torno a 30-35 billones de yenes, su objetivo para los saldos bancarios en cuentas corrientes en el banco emisor.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento del producto se moderó ligeramente en el primer trimestre del 2005, a un ritmo intertrimestral del 0,4%, frente al 0,6% del trimestre anterior, y se situó en el 2,1% en términos interanuales. La moderación del crecimiento es atribuible principalmente a la debilidad de la expansión del consumo privado. La formación bruta de capital fijo aumentó ligeramente, mientras que las exportaciones se redujeron. No obstante, como las importaciones cayeron de forma más pronunciada, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB se tornó positiva en el primer trimestre. Los indicadores apuntan a un crecimiento relativamente estable en el segundo trimestre, aunque los riesgos son a la baja. De cara al futuro, el crecimiento del PIB real en el 2005 podría ser algo menor que el año pasado, como consecuencia principalmente de la desaceleración del crecimiento del consumo privado.

La tasa interanual de inflación medida por el IAPC se mantuvo en mayo en el 1,9%, sin cambios desde marzo. El crecimiento interanual de los salarios medios no se modificó en abril, situándose en el 4,1% en tasa interanual, pero el crecimiento de los salarios medios (incluidos los componentes salariales variables) se incrementó ligeramente. La tasa de paro de abril fue del 4,7%, la misma cifra que en el trimestre anterior, pero más baja que hace un año. El mercado de la vivienda parece haberse estabilizado, mientras que los aumentos interanuales de los precios de la vivienda volvieron a desacelerarse en abril. En este contexto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés básico en el 4,7% en junio y comienzos de julio.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Dinamarca y Suecia, el crecimiento del PIB real se redujo significativamente en el primer trimestre del 2005, hasta situarse en una tasa interanual del 0,8% y del 0,4%, respectivamente (desde aproximadamente el 3% del trimestre anterior en ambos países), si bien esto se debió, en parte, a un menor número de días laborables en el primer trimestre. La desaceleración fue generalizada en los dos países, moderándose tanto la demanda interna como la externa en términos interanuales. La desaceleración de las exportaciones refleja una menor demanda de los socios comerciales y es posterior a un crecimiento muy intenso experimentado en el 2004, sobre todo en el caso de Suecia. La moderación del consumo privado refleja la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo. La inflación sigue siendo reducida en las dos economías, habiendo caído de nuevo en mayo la inflación interanual medida por el IAPC en Dinamarca, hasta el 1,3%, y en Suecia, hasta el 0,2%. En ambos países, la moderación de las subidas de los costes salariales, junto con un fuerte crecimiento de la productividad del trabajo y presiones relativamente limitadas sobre la utilización de la capacidad productiva, han mantenido contenidas la evolución de los costes y de los precios internos. El 20 de junio, el Sveriges Riksbank redujo su tipo de interés oficial 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 1,5%, un mínimo histórico, en un entorno de moderación de las perspectivas de inflación.

En los nuevos Estados miembros, el crecimiento del producto también se ralentizó en el primer trimestre del 2005, aunque la dinámica subyacente y las perspectivas a corto plazo siguen siendo favorables. La desaceleración de la actividad económica en el primer trimestre es atribuible hasta cierto punto a factores estadísticos, como los efectos de base asociados al aumento del crecimiento registrado hace un año en anticipo de la adhesión a la UE. El crecimiento medio del PIB real de los diez

nuevos Estados miembros se redujo hasta una tasa interanual ponderada del 3,8% en el primer trimestre, frente al 4,4% del cuarto trimestre, aunque se mantuvo relativamente intensa en los Estados Bálticos y en Eslovaquia.

De los tres nuevos Estados miembros más grandes, Hungría fue el que experimentó la desaceleración más pronunciada, reduciéndose el crecimiento del PIB real hasta el 2,9%. Ello se debió al menor crecimiento de las exportaciones y a un descenso de las existencias. En la República Checa, el crecimiento del PIB real se ralentizó hasta situarse en una tasa interanual del 4,4% en el primer trimestre, mientras que en Polonia se mantuvo prácticamente estable en el 3,8%.

Los datos para mayo confirman una tendencia descendente de la inflación en los tres nuevos Estados miembros de mayor tamaño. La tasa de inflación interanual del IAPC más elevada se registró en Hungría, donde se situó en el 3,5%, mientras que en Polonia cayó hasta el 2,2% y en la República Checa, hasta el 0,9%. La tendencia hacia la reducción de la inflación en estos países está asociada a los efectos de base resultantes del impacto sobre la inflación de los aumentos de los impuestos indirectos y los precios administrados resultantes de la adhesión a la UE a comienzos del 2004, a los menores precios de los alimentos, a la mayor debilidad de la demanda interna y a una mayor competencia en el comercio al por menor. Además, anteriores apreciaciones de las monedas parecen haber presionado a la baja los precios de importación. El 20 de junio, en este contexto de mejores perspectivas para la inflación, el Magyar Nemzeti Bank redujo su tipo de interés oficial 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 7%. El 29 de junio, el Narodowy Bank Polski hizo descender su tipo de interés de referencia 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 5%.

ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

En China, la economía ha continuado creciendo de forma intensa en los últimos meses, tras un crecimiento interanual del PIB del 9,4% en el primer trimestre del 2005. Tanto el aumento de las exportaciones como la solidez de la demanda interna contribuyeron a la aceleración de la actividad económica. Las exportaciones siguieron expandiéndose con rapidez, creciendo en mayo un 30,6% en términos interanuales, mientras que las importaciones se incrementaron un 15,7%, lo que se tradujo en un abultado superávit comercial de 9 mm de dólares. El crecimiento interanual de la producción industrial y de las ventas del comercio al por menor aumentó hasta el 16,6% y el 12,8%, respectivamente. Además, la inversión en activo fijo no mostró signos de desaceleración, elevándose en términos nominales un 26,4%, en tasa interanual, en los cinco primeros meses del 2005. La inflación interanual medida por el IAPC permaneció en el 1,8% en mayo, sin cambios con respecto a la cifra registrada en abril.

En algunos de los otros principales países de Asia, excluido Japón, el crecimiento ha experimentado una ligera mejora en los últimos meses. En concreto, las ventas al por menor se han incrementado en la mayor parte de las economías de la región. Las presiones inflacionistas han seguido relajándose en algunas de las economías de la región asiática, excluido Japón, pero han aumentado sustancialmente en Malasia y Tailandia. En general, las perspectivas económicas para los países de la región continúan siendo bastante favorables, respaldadas por la mejora sostenida de la demanda interna, especialmente del consumo privado.

AMÉRICA LATINA

Las economías latinoamericanas continúan registrando un período de fuerte expansión económica, aunque su ritmo es más lento que el año pasado. El crecimiento de las exportaciones sigue impulsado a las economías más grandes de la región, respaldadas también por la demanda interna. En Brasil y México, la producción industrial aumentó en abril un 6% y un 5,7%, respectivamente (en tasa interanual), mientras que en mayo creció un 8,5% (en tasa interanual) en Argentina. Las perspectivas económicas de la

región siguen siendo favorables, pues se espera que la actividad exportadora y la demanda interna dinamicen las economías de mayor tamaño. Sin embargo, en caso de persistir, las tasas de inflación superiores a las establecidas como objetivo podrían llegar a ser motivo de preocupación.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En un entorno de considerable volatilidad, los precios del petróleo volvieron a subir en junio. El precio del barril de Brent alcanzó un máximo histórico de 58,9 dólares estadounidenses el 28 de junio (véase gráfico 2). Las expectativas de una fuerte demanda en el segundo semestre del año, junto con restricciones en la cadena de producción del petróleo y continuas preocupaciones sobre la seguridad de su suministro, han mantenido la presión al alza sobre los precios del crudo. Es de esperar que la limitada capacidad excedente tanto de la producción como del refino, y por tanto la elevada sensibilidad a los cambios del equilibrio entre la oferta y la demanda, mantenga a los precios del petróleo elevados y volátiles en el corto plazo. De hecho, el precio de los futuros sobre el Brent, con entrega a finales del 2007, se situó a primeros de julio próximo a los 60 dólares estadounidenses.

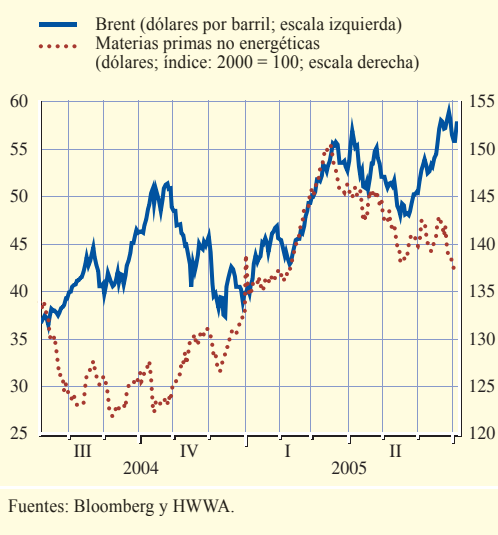
El recuadro titulado «Reciclaje de la factura del petróleo y su impacto» describe las repercusiones derivadas de los ingresos procedentes del crudo en los países exportadores de petróleo, centrándose en dos canales de transmisión principales con respecto al comercio y a los flujos financieros mundiales.

Los precios de las materias primas no energéticas, expresados en dólares estadounidenses, se mantuvieron prácticamente sin cambios en junio, en comparación con el mes anterior. En promedio, los precios de junio se situaron casi un 5% por debajo de su máximo histórico alcanzado en marzo del 2005. No obstante, los precios de las materias primas no energéticas fueron casi un 8% más altos en junio que hace un año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas para el entorno exterior y para la demanda exterior siguen siendo bastante favorables. Si bien parte de la debilidad que se aprecia en las manufacturas a escala mundial parece estar relacionada con las revisiones de las existencias, por lo que puede tener un carácter más transitorio, otra parte puede tener también un carácter más duradero, especialmente si los precios del petróleo permanecen en niveles elevados. En general, no puede descartarse en este momento una nueva desaceleración gradual de la actividad económica internacional. Esto lo sugiere también un nuevo descenso de la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE de abril. Las perspectivas de crecimiento continúan estando asociadas a algunos riesgos de importancia, siendo la fuente principal los precios del petróleo, que alcanzaron un nuevo máximo histórico en junio. Además, la persistencia de los desequilibrios mundiales constituye una nueva fuente de riesgo.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



RECICLAJE DE LA FACTURA DEL PETRÓLEO Y SUS EFECTOS

La elevación de los precios del petróleo y el aumento de la producción de crudo han generado un pronunciado incremento de los ingresos de exportación de esta materia prima en la mayor parte de los países productores. En este recuadro se examina lo que ha ocurrido concretamente en dos grupos de países, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la Comunidad de Estados Independientes (CEI), que producen, en conjunto, cerca del 70% del crudo negociado en los mercados internacionales. Se estima que los ingresos agregados del petróleo de la OPEP y la CEI han crecido desde 250 mm de dólares en el 2002 a más de 430 mm de dólares en el 2004 (véase gráfico A). Gracias a estos ingresos ha mejorado la situación presupuestaria de algunos de los países miembros de estos dos grupos. Desde el año 2001 los países que integran la OPEP y la CEI han aumentado considerablemente sus importaciones, lo que ha limitado el efecto negativo que los mayores ingresos de los países exportadores de petróleo tuvieron inicialmente en las cuentas corrientes de algunos de los países importadores. El presente recuadro analiza los efectos derivados de estos mayores ingresos, lo que se conoce también como «reciclaje de la factura del petróleo», principalmente a través de dos canales de transmisión: los mercados financieros y el comercio.

Un posible escenario de reasignación de la riqueza, tras un aumento sostenido de los precios del petróleo, es que los países exportadores de crudo incrementen sus depósitos en el sistema bancario internacional y/o sus inversiones en valores de renta fija y de renta variable. Mientras que éste fue un importante conducto de reciclaje de la factura del crudo durante la primera y la segunda crisis del petróleo, ha perdido protagonismo en los últimos años. Aunque los países de la OPEP depositaron una ingente parte de sus ingresos adicionales de exportación de crudo en bancos internacionales después de la subida de los precios del petróleo registrada en el año 1999, lo hicieron en menor medida tras el repunte observado entre los años 2002 y 2004. Las estadísticas bancarias publicadas por el BPI¹ sugieren que la elevación experimentada por los precios del petróleo entre mediados del año 1998 y finales del 2000 estuvo acompañada, con un ligero retraso, de un acusado aumento del saldo real de pasivos netos de los bancos internacionales frente a la OPEP, que llegó casi a duplicarse. Esta medida refleja los fondos canalizados por la OPEP hacia depósitos en bancos internacionales. Sin embargo, en el último ciclo esta situación no volvió a producirse, ya que el saldo real neto de pasivos de las entidades declarantes del BIP frente a la OPEP sólo creció un 3% entre el segundo trimestre del 2002 y el mismo período del 2004 (últimos datos disponibles).

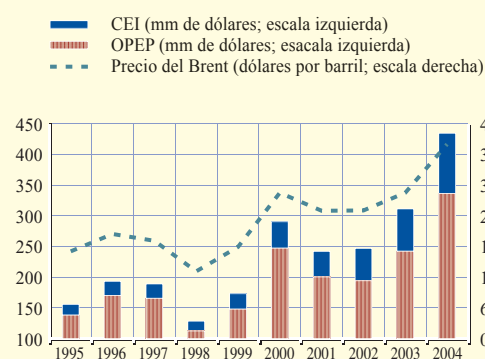
Si bien el total de pasivos netos bancarios frente a la OPEP se mantuvo prácticamente estable a lo largo del último repunte de los precios del petróleo, su desagregación ha cambiado, dado que la OPEP ha sustituido sus depósitos en dólares por depósitos en euros y otras monedas. En efecto, el porcentaje de fondos denominados en dólares depositados por la OPEP en las entidades declarantes del BPI descendió, desde el 75% del total de depósitos en el tercer trimestre del 2001 al 61,5% en el segundo trimestre del 2004, mientras que el porcentaje de depósitos en euros se elevó, desde el 12% al 20% durante el mismo periodo. Este desplazamiento hacia una cartera de depósitos más equilibrada en lo que a monedas se refiere puede ser indicio de que los productores de petróleo desean salvaguardar su poder adquisitivo en épocas en las que están sustituyendo sus importaciones de Estados Unidos por importaciones de Europa y otros países. Sin embargo, el patrón de inversión que se deduce del análisis de los estados de situación financiera de los bancos puede no ser del todo representativo. Tanto es así que, por lo que respecta a los flujos transfronterizos de capital, el Departamento

¹ Véase el Informe Trimestral del BPI de diciembre del 2004.

del Tesoro de Estados Unidos señala un aumento del 46% de los títulos del Tesoro estadounidense mantenidos por la OPEP, que pasaron de 41,5 mm de dólares en abril del 2003 a 60,6 mm de dólares en abril del 2005. Además, algunos ingresos de exportación de petróleo pueden haber sido canalizados hacia títulos del Tesoro estadounidense a través de centros financieros.

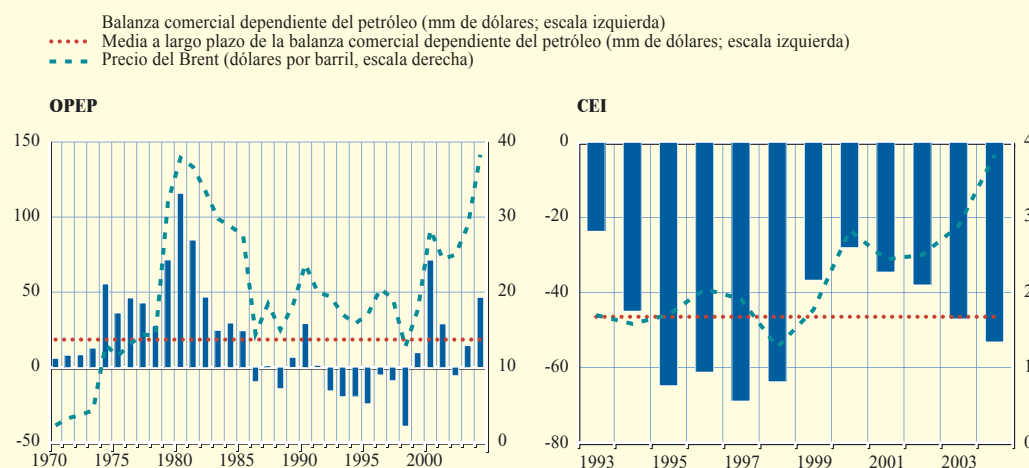
El comercio internacional es el segundo posible canal de reciclaje de los ingresos adicionales procedentes del petróleo. Los últimos datos de comercio de la OPEP y de la CEI apuntan a una expansión del reciclaje a través de las importaciones de los países exportadores de petróleo. Durante la primera y la segunda crisis del petróleo, la OPEP arrojó de forma continuada superávit relativamente importantes entre sus ingresos de exportación de petróleo y sus importaciones totales («balanza comercial dependiente del petróleo»). A mediados de los años ochenta se registraron ligeros déficits, cuando el precio del petróleo se desplomó hasta unos 15 dólares (véase gráfico B, panel izquierdo). En el 2000 se volvió a alcanzar un elevado superávit, cuando empezó a observarse un marcado repunte de los precios del crudo. Sin embargo, entre el 2001 y el 2004 los superávits anuales de la balanza comercial dependiente del petróleo de la OPEP permanecieron relativamente moderados, pese al fuerte incremento de los precios del crudo y de las exportaciones reales de petróleo. La CEI muestra una tendencia similar (véase gráfico B, panel derecho). Aunque este grupo de países arrojó déficit de la balanza comercial dependiente del petróleo a lo largo de todo el período de

Gráfico A Ingresos de exportación de petróleo



Fuentes: FMDB y estimaciones del BCE.

Gráfico B Balanza comercial dependiente del petróleo¹⁾



Fuentes: CHELEM, FMI y cálculos del BCE.

1) La balanza comercial dependiente del petróleo se refiere a la diferencia entre los ingresos de exportación de petróleo de un país y sus importaciones totales.

Cuadro Cuotas de mercado de las importaciones de algunas economías de la OPEP y la CEI

(en porcentaje de las importaciones totales)

	OPEP			CEI		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Zona del euro	26,0	24,8	27,1	32,0	31,6	39,6
Estados Unidos	15,4	12,5	7,9	7,0	6,5	3,3
Reino Unido	5,9	5,0	4,5	2,5	2,3	2,6
Asia, excluidos Japón y China	9,8	10,7	12,5	2,8	2,5	2,8
Japón	9,2	8,3	8,0	1,4	1,8	3,0
China	3,7	4,8	7,8	1,9	2,9	6,3

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

referencia, la subida de los precios del crudo registrada en 1998 fue seguida de una reducción relativamente pronunciada de los déficits en los años 1999 y 2000. El acusado aumento de los precios del petróleo observado a partir del 2001 originó un deterioro incluso más grave de la balanza comercial dependiente del petróleo de la CEI, aunque la subida de los precios del crudo elevó los ingresos de exportación de petróleo.

Entre el 2001 y el 2004, las importaciones nominales en dólares de la OPEP y la CEI experimentaron, respectivamente, un incremento medio anual del 18% y del 22%, superior a lo que podrían sugerir las elasticidades de largo plazo de sus importaciones con respecto al precio y a la renta. La zona del euro parece haberse beneficiado de la fuerte demanda procedente de los países exportadores de petróleo. Entre el 2001 y el 2004, las importaciones de la OPEP y la CEI desde la zona del euro registraron, respectivamente, un crecimiento medio anual del 22% y del 34%, que se tradujo en una ampliación de las cuotas de mercado de la zona en ambas áreas exportadoras de petróleo (véase cuadro). China logró también incrementar su participación relativa en las importaciones totales de la OPEP y la CEI. Estas cifras contrastan notablemente con las de Estados Unidos, que experimentaron una sensible pérdida de su cuota de mercado en las importaciones de estos dos grupos de países.

En general, entre los años 1999 y 2004 los países exportadores de petróleo, en particular los miembros de la OPEP, han ido asignando sus ingresos adicionales de exportación de petróleo de distintas formas. En primer lugar, tras el significativo aumento de los precios del petróleo observado en 1999, los países de la OPEP depositaron una elevada proporción de sus ingresos del petróleo en bancos internacionales y mantuvieron sus inversiones en activos financieros y sus importaciones en niveles reducidos. Sin embargo, entre el 2001 y el 2004 estos países incrementaron considerablemente sus importaciones, tendencia que se observó también en los países de la CEI durante el mismo período. La zona del euro parece haberse beneficiado de este reciente aumento de las importaciones. Así pues, si bien el alto precio del crudo modera la actividad económica en los países importadores de petróleo, como la zona del euro, parece que los efectos mitigadores asociados al reciclaje de la factura del petróleo han sido, en cierta medida, más favorables para la zona del euro en el actual ciclo de precios del petróleo que en anteriores episodios de elevación de los precios.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos correspondientes a mayo del 2005 apuntan a que persiste el intenso crecimiento monetario observado desde mediados del 2004. Aunque continúa la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, si bien a un ritmo más lento en los últimos meses, el impacto favorable de los reducidos tipos de interés sobre M3 se mantuvo e impulsó la evolución monetaria. Los bajos tipos de interés también volvieron a causar un aumento de la ya elevada demanda de préstamos de las IFM por parte del sector privado. Dada esta combinación de factores, la abundancia de liquidez de la zona del euro plantea riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, la liquidez acumulada y el pronunciado crecimiento del crédito podrían dar lugar a fuertes incrementos de los precios de los activos.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

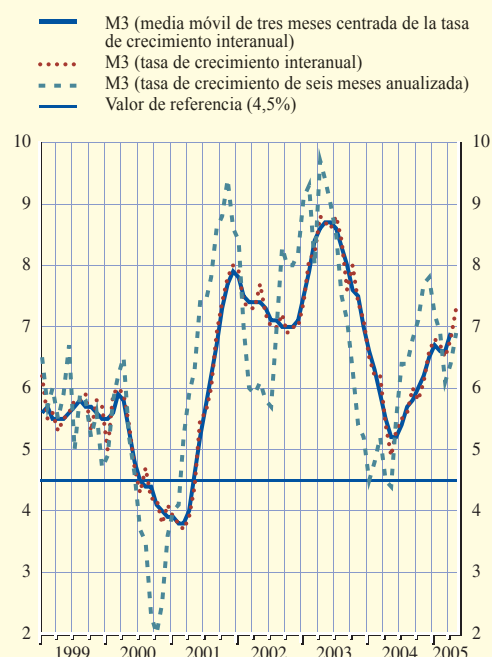
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se elevó hasta el 7,3% en mayo del 2005, desde el 6,8% de abril. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 6,9% en el período transcurrido entre marzo y mayo del 2005, frente al 6,6% del período comprendido entre febrero y abril del 2005. La evolución a corto plazo de M3 continuó siendo intensa en mayo, y se reflejó en un nuevo aumento de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, desde el 6,4% del mes precedente, hasta el 6,9% (véase gráfico 3). Aunque la evolución intermensual de los últimos meses ha sido volátil, parece que continúa el mayor crecimiento monetario observado desde mediados del 2004.

En lo que respecta a los factores que impulsan la evolución monetaria, los datos de mayo se corresponden con la valoración de meses anteriores. Dos factores opuestos siguieron influyendo en esta evolución. Por una parte, en cuanto a los componentes, M1 continuó creciendo con rapidez, favorecido por los reducidos tipos de interés. Del lado de las contrapartidas, los bajos tipos de interés, junto con las mejoras en las condiciones de concesión del crédito, contribuyeron a que el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continuara a un ritmo rápido. Por otra, el proceso de normalización en curso del comportamiento en la asignación de carteras, tras la excepcional preferencia por la liquidez entre el 2001 y el 2003, siguió moderando el crecimiento de M3. No obstante, la reciente reducción de las tasas de crecimiento intermensuales de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) apunta a una ralentización de este proceso.

Si se considera el elevado crecimiento interanual de M3 en los últimos trimestres, en la zona del euro se dispone de bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. La estabilización o la reducción

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

de esta abundancia de 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 perspectiva a medio plazo, podrían surgir riesgos para la estabilidad de precios en caso de que una parte considerable de esta liquidez se transforme en dinero para transacciones en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real. Además, la combinación de la acumulación de liquidez y un fuerte crecimiento del crédito podrían convertirse en causa de fuertes incrementos de los precios de los activos.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En mayo, M1 continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. Entre los componentes de este agregado monetario estrecho, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó ligeramente, mientras que la de los depósitos a la vista registró un nuevo incremento. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo también se moderó (véase cuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que el sector privado mantiene en las IFM, excluido el Eurosistema, volvió a incrementarse en mayo. Desde mediados del 2004, la acumulación de esta clase de liquidez ha sido generalizada en todos los sectores, y los intermediarios financieros no monetarios y, en menor medida, los hogares, contribuyeron de manera especialmente acusada al aumento de la tasa de crecimiento interanual.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se elevó hasta el 6% en mayo, desde el 3,2% de abril. Esta evolución es consecuencia del incremento de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario. Sin embargo, este aumento no se distribuyó de manera equitativa en los distintos países. Con frecuencia, los fondos del mercado monetario se utilizan para «aparcar» dinero en épocas de incertidumbre, y el relativamente moderado crecimiento observado en los últimos trimestres, tras las pronunciadas tasas de crecimiento interanual (de dos dígitos) registradas entre mediados del 2001 y finales del 2003 apuntan a que

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Abr	2005 May
M1	45,3	10,2	9,6	9,3	9,7	9,3	10,1
Efectivo en circulación	7,2	21,6	20,3	19,1	18,0	17,5	17,0
Depósitos a la vista	38,1	8,5	7,9	7,7	8,2	7,9	8,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,2	1,7	2,0	3,5	4,4	5,3	4,9
Depósitos a plazo hasta dos años	15,2	-6,9	-5,8	-2,4	0,5	3,2	1,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,0	8,1	7,6	7,4	7,0	6,6	6,8
M2	85,5	6,0	5,8	6,4	7,1	7,4	7,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	2,0	4,1	3,9	4,0	3,2	6,0
M3	100,0	5,4	5,6	6,1	6,7	6,8	7,3
Crédito a residentes en la zona del euro		6,0	6,2	6,0	6,5	6,7	6,5
Crédito a las Administraciones Públicas		6,2	6,3	3,7	3,4	2,9	1,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,0	2,2	0,6	-0,5	-0,7	-0,3
Crédito al sector privado		5,9	6,2	6,7	7,3	7,7	7,8
Préstamos al sector privado		5,7	6,2	6,9	7,3	7,4	7,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,3	8,5	8,9	9,5	9,5	9,5

Fuente: BCE.

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

se está normalizando el comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras. Sin embargo, en los últimos meses no se ha observado una nueva moderación del crecimiento de las tenencias de esta clase de activo, lo que apunta a una ralentización del citado proceso de normalización.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, el nuevo aumento del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, desde el 7,4% de abril hasta el 7,6% de mayo, fue reflejo del impacto positivo de los reducidos tipos de interés, pero también de mejoras en las condiciones de concesión del crédito. Este incremento fue generalizado en los principales sectores no financieros (véase cuadro 2). El crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo el factor que más favoreció el aumento general de los préstamos de las IFM a los hogares. En un entorno de reducidos tipos de interés hipotecarios, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda no se modificó y se situó en el 10,1% en abril, confirmando así la opinión de que el crecimiento de estos préstamos se ha estabilizado desde el año pasado, aunque en un nivel elevado. La demanda de préstamos de las IFM por parte de las sociedades no financieras volvió a aumentar en mayo. La tendencia alcista general de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a estas sociedades observada desde principios del 2004 continuó estando impulsada, fundamentalmente, por la evolución de los préstamos a más corto plazo. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos a más largo plazo se mantuvo intenso. La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se moderó, debido, principalmente, a la reducción de las tenencias de valores por parte del sector de las IFM (véase cuadro 1).

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo elevada, en el 9,5%, sin variaciones con respecto al mes anterior y ligeramente por debajo del máximo del 9,8% alcanzado en febrero del 2005 (véase cuadro 1). Esta evolución aporta evidencia de la normalización en curso del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, si bien la dinámica a más corto plazo también apunta a una ralentización de este proceso de normalización.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Abr	2005 May
Sociedades no financieras	41,6	3,6	4,3	5,1	5,7	6,0	6,3
Hasta un año	30,8	-2,4	-1,4	1,6	3,3	4,5	5,2
De uno a cinco años	17,4	5,2	6,0	5,8	6,7	6,8	6,5
Más de cinco años	51,8	7,1	7,3	7,0	6,9	6,7	6,9
Hogares²⁾	50,3	6,9	7,4	7,8	8,1	8,0	8,2
Crédito al consumo ³⁾	13,4	4,9	6,0	6,2	6,4	6,5	7,3
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	68,6	8,7	9,3	9,9	10,1	10,1	10,1
Otras finalidades	18,0	2,1	2,2	1,9	2,1	1,9	2,2
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	14,8	18,3	14,4	23,0	14,3	8,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,3	8,8	8,7	10,0	10,2	9,9	10,4

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

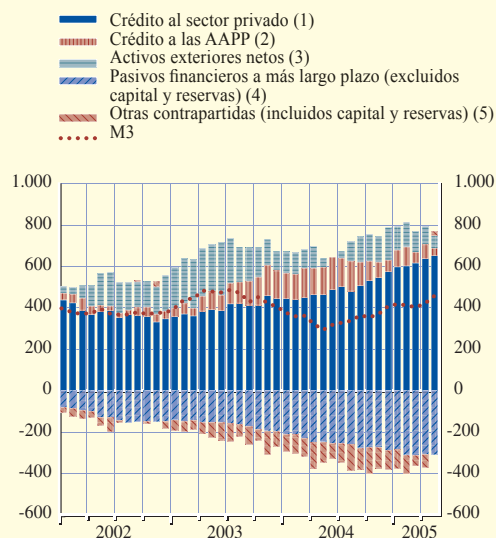
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro volvieron a moderarse (aunque siguieron contribuyendo positivamente al crecimiento de M3), apuntando con ello a cierta reticencia por parte del sector tenedor de dinero de la zona a invertir en activos exteriores. En mayo del 2005, los flujos interanuales de los activos exteriores netos ascendían a 61 mm de euros, frente a los 161 mm de euros de diciembre del 2004, causando un impacto moderador en el crecimiento interanual de M3 (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los activos exteriores netos de las IFM»).

En síntesis, por un lado, el nuevo fortalecimiento del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y el intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda continuaron influyendo positivamente en la expansión de M3. Por otro, el persistente y acusado aumento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y la moderación de los flujos interanuales de los activos exteriores netos confirman la opinión de que se está normalizando el comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, aunque a un ritmo lento. No obstante, ciertas reticencias del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en activos exteriores parecen estar impidiendo una normalización más rápida del citado comportamiento.

Gráfico 4 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS ACTIVOS EXTERIORES NETOS DE LAS IFM

Desde principios del 2005, la evolución de M3 y la de los activos exteriores netos de las IFM, una de las contrapartidas de este agregado monetario amplio, ha sido algo divergente. Esta divergencia se ha producido tras un prolongado período de estrecha correlación, que puso de relieve la dimensión internacional de la evolución monetaria. Sin embargo, incluso durante este período, tanto la magnitud de la contribución de los activos exteriores netos a la dinámica monetaria como los factores y agentes condicionantes de los flujos internacionales de capital, han cambiado con el tiempo. En este contexto, en este recuadro se identifican cuatro períodos entre el 2001 y el 2005 que permiten considerar en perspectiva la evolución reciente de estos activos.

Los activos exteriores netos y su vínculo con el dinero

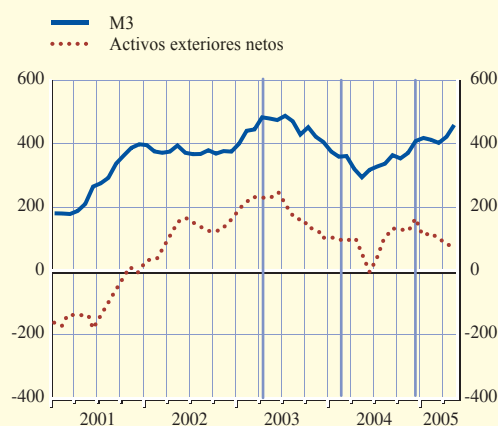
Cuando el sector tenedor de dinero de la zona del euro, principalmente, los hogares y las sociedades no financieras, adquiere un activo de fuera de la zona y la operación se liquida a través de una IFM de la zona del euro, la transacción se registra simultáneamente como una disminución de los activos exteriores netos del sector de las IFM y una reducción de las tenencias de efectivo de los

hogares o de las sociedades no financieras que compran el activo. Al registrar estas transacciones el marco contable utilizado en el balance de las IFM relaciona la evolución del saldo monetario con variaciones en los activos exteriores netos de este sector.

No obstante, cabe observar que esta relación contable no establece un vínculo causal necesario entre el dinero y los activos exteriores netos. Así, en el ejemplo anterior, las mismas operaciones frente al exterior podrían financiarse con préstamos o reflejar el deseo del sector tenedor de dinero de la zona del euro de negociar con pasivos financieros a más largo plazo de la zona frente a activos exteriores. Por consiguiente, a priori, el impacto último de los movimientos de los activos exteriores netos de las IFM sobre las tenencias de dinero puede variar, y no tiene por qué ser de la misma magnitud.

Gráfico A M3 y activos exteriores netos del sector de las IFM

(flujos anuales; datos a fin de período; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Las líneas verticales separan los cuatro períodos que se explican en el texto principal.

Los cuatro períodos relacionados con los flujos de capital desde el 2001

En los últimos años, la dimensión internacional de la evolución monetaria (asociada a transacciones como la descrita en los párrafos anteriores) ha pasado a ocupar un papel destacado en el análisis de M3 en la zona del euro (véase gráfico A). Entre el 2001 y principios del 2005 se han identificado cuatro períodos distintos, caracterizados por haber causado un impacto diferente en la evolución monetaria y por distintos patrones de inversión por parte de residentes y no residentes en la zona del euro en lo que respecta a los flujos de capital.

Durante el primer período, entre el 2001 y mediados del 2003, en el que imperó una considerable incertidumbre geopolítica y en los mercados financieros, el pronunciado crecimiento monetario se reflejó en un acusado aumento de los activos exteriores netos del sector de las IFM, en un contexto de elevadas entradas netas de capital en la zona del euro. En el segundo período, entre mediados del 2003 y principios del 2004, caracterizado por la normalización del comportamiento del sector tenedor de dinero en la asignación de carteras, el descenso gradual de las entradas netas anuales de capital y la consiguiente reducción de los activos exteriores netos contribuyeron a moderar el crecimiento de M3. En el tercer período, que se extendió desde principios hasta finales del 2004, la reanudación de las entradas netas de fondos en la zona del euro y el repunte de los activos exteriores netos, junto con los reducidos tipos de interés vigentes, llevaron a que el crecimiento de M3 se fortaleciera de nuevo. Por último, durante el cuarto período, que comenzó a principios del 2005, la trayectoria de M3 y la de los activos exteriores netos ha sido divergente. Tras una breve estabilización, las entradas anuales en M3 han continuado aumentando como consecuencia del efecto positivo de los reducidos tipos de interés, al tiempo que los flujos anuales hacia los activos exteriores netos han disminuido, por lo que dicho componente no ha contribuido al crecimiento de M3 en términos contables.

Para ilustrar cuáles fueron los principales factores determinantes en estos cuatro períodos, en este recuadro se presenta un análisis de las categorías de activos y de los grupos de inversores involucrados. Una herramienta apropiada para sustentar este análisis es la presentación monetaria de la balanza de pagos, que relaciona los activos exteriores netos de las IFM con las estadísticas de balanza de pagos. La presentación monetaria permite, en primer lugar, vincular la evolución de los activos exteriores netos con determinadas clases de activos (valores distintos de acciones, acciones y participaciones, etc.) y, en segundo lugar, establecer una distinción entre transacciones efectuadas por inversores de dentro y de fuera de la zona del euro.

Activos exteriores netos e inversión internacional

En el gráfico B se distinguen las principales modalidades de inversión internacional que han provocado cambios en los activos exteriores netos del sector de las IFM: los flujos hacia valores distintos de acciones (bonos) y los flujos hacia acciones y participaciones e inversiones directas.

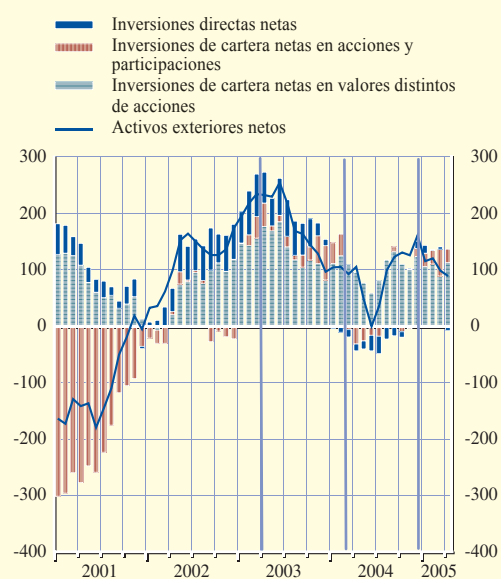
Aparte de períodos muy breves y excepcionales, desde el 2001, en la zona del euro se han registrado entradas netas en los valores distintos de acciones (inversiones de cartera). Durante este período, el promedio de entradas netas anuales en estos valores ha ascendido a 95 mm de euros.

La suma de inversiones directas y de cartera netas en acciones y participaciones ha sido considerablemente inferior. Además, ha mostrado un patrón cíclico sustancialmente más pronunciado que el observado en las entradas netas en bonos. Por ejemplo, cuando, entre mediados del 2003 y mediados del 2004, la economía mundial se fortaleció, las inversiones de cartera en acciones y participaciones y las inversiones directas en la zona del euro disminuyeron, en términos netos, e incluso se tornaron negativas en marzo del 2004. A partir de mediados de ese año se reanudaron las entradas netas en acciones y participaciones, ya que la percepción acerca de estos valores de la zona del euro era que su precio era más atractivo que el de las acciones y participaciones de fuera de la zona.

En general, la asignación de activos en las carteras internacionales está impulsada por el perfil de riesgo/rentabilidad esperado de la gama de activos disponibles. Por tanto, es probable que la evolución del tipo de cambio desempeñe un papel destacado para explicar el incentivo para invertir en activos de la zona del euro en lugar de hacerlo en activos de fuera de la zona. Por ejemplo, las expectativas de una apreciación de la divisa que adquiere el inversor pueden dar lugar a entradas en acciones y participaciones. Al mismo tiempo, al influir en la demanda relativa de divisas, la

Gráfico B Inversiones de cartera y directas netas (contrapartida exterior de M3)

(flujos anuales; datos a fin de período; mm de euros)



Fuente: BCE.
Nota: Los activos exteriores netos sólo se muestran como referencia. En la sección 7.2 de las «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín mensual figura una lista completa de las rúbricas de la balanza de pagos que se recogen en los activos exteriores netos. Las líneas verticales separan los cuatro períodos que se explican en el texto principal.

evolución relativa de los mercados de activos en distintas áreas monetarias afectará al tipo de cambio. De este modo, las entradas netas en acciones y participaciones pueden influir en el tipo de cambio.

Con independencia de cuál de estos canales causales predomine, y en la práctica es probable que ambos desempeñen una influencia cuya importancia varía con el tiempo, las regularidades empíricas confirman la correlación implícita entre los tipos de cambio y los flujos transfronterizos de capital, así como entre las expectativas acerca del tipo de cambio y los citados flujos. El gráfico C muestra la relación entre las variaciones en el tipo de cambio del dólar estadounidense frente al euro, las revisiones de las expectativas sobre el citado tipo de cambio dentro de tres meses (medidas por Consensus Economics Forecasts), y los flujos trimestrales hacia los activos exteriores netos de las IFM. En este caso, el tipo de cambio y las expectativas acerca de su evolución se eligen como indicadores sintéticos que reflejan diversos factores fundamentales subyacentes, como los diferenciales de tipos de interés y los diferenciales de expectativas de crecimiento entre Estados Unidos y la zona del euro. La estrecha relación observada entre la evolución del tipo de cambio, la de las expectativas sobre dicha evolución, y los activos exteriores netos indica que la apreciación, o las expectativas de apreciación, del euro frente al dólar estadounidense se mueven en paralelo con los incrementos de los activos exteriores netos de las IFM.

Distintos patrones de inversión de los no residentes y del sector tenedor de dinero de la zona del euro

No obstante, la correlación general que se muestra en el gráfico C oculta los distintos patrones de inversión de los no residentes y del sector tenedor de dinero de la zona del euro en los últimos años. Para ilustrar esto, en el gráfico D se presentan los flujos anuales de inversiones de cartera y directas de no residentes (liquidadas a través de IFM de la zona del euro) en la zona del euro, frente a las inversiones de cartera y directas del sector tenedor de dinero de la zona del euro en el exterior (liquidadas también a través de las IFM de la zona). Aunque no se pueden diferenciar los efectos de demanda y de oferta que influyen en estas estadísticas, el gráfico D pone de manifiesto varios aspectos relevantes. En los dos primeros períodos (esto es, entre el 2001 y principios del 2004), la intensa evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro reflejó el comportamiento de los residentes en la zona: primero, hasta mediados del 2003, la repatriación de fondos a la zona del euro y, segundo, entre mediados del 2003 y principios del 2004, la consiguiente normalización del comportamiento en la asignación de carteras a medida que disminuyó la elevada incertidumbre geopolítica y financiera que propició la repatriación inicial. Durante estos dos períodos, el patrón de inversión de los no residentes en la zona del euro fue relativamente estable y, por ello, apenas influyó en la considerablemente divergente evolución de los activos exteriores netos. En cambio, en los dos episodios posteriores (es decir, los registrados desde principios del 2004), la evolución de los activos exteriores netos se ha visto impulsada, en gran medida, por las inversiones de cartera y directas en la zona por parte de no residentes. El patrón de inversión de los no residentes cambió a mediados del 2004, cuando los inversores internacionales consideraron que era probable que los activos de la zona estuvieran más bien infravalorados e imperaban expectativas de una considerable apreciación del euro. Esto condujo a que se observaran entradas que, a igualdad de otros factores, pueden explicar, en cierta medida, la recuperación observada en la dinámica monetaria de la zona del euro en el segundo semestre del 2004. En el período más reciente (el que se inició a principios del 2005), las expectativas del mercado de una nueva apreciación del tipo de cambio del euro se han reducido, y las entradas en los activos exteriores netos se han moderado.

Gráfico C Activos exteriores netos y expectativas sobre el tipo de cambio

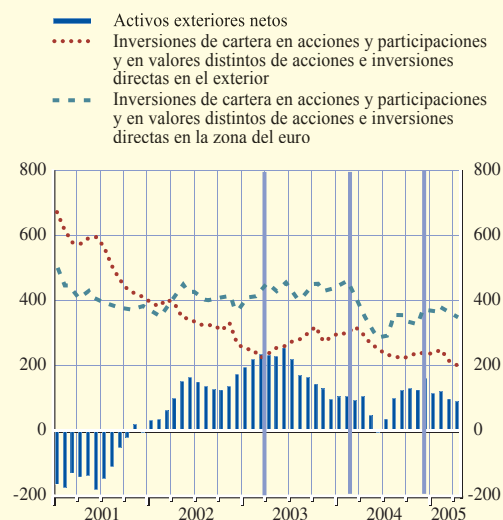
(escala derecha: flujos trimestrales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; escala izquierda: porcentajes)



Fuentes: BCE, Consensus Economics.
 Notas: Las revisiones se calculan como la variación trimestral de la previsión del tipo de cambio. Las líneas verticales separan los cuatro períodos que se explican en el texto principal. Un valor positivo de la variación trimestral del tipo de cambio dólar/euro se corresponde con una apreciación del euro en este período.

Gráfico D Entradas y salidas de capital en la zona del euro

(flujos interanuales; datos a fin de período; mm de euros)



Fuentes: BCE.
 Notas: Los activos exteriores netos sólo se muestran como referencia. Las líneas verticales separan los cuatro períodos que se explican en el texto principal.

En conclusión, el análisis que se ha presentado en este recuadro ilustra el destacado papel que desempeñan los flujos internacionales de capital en la determinación de la dinámica monetaria. A medida que aumente la integración de los mercados financieros internacionales, es probable que esta influencia sea aún más importante. En particular, es posible que el impacto de la evolución del tipo de cambio, y de las expectativas al respecto, sobre los flujos de capital desempeñe un papel más importante en el análisis monetario general.

1 Véase el recuadro 2, titulado «Flujos externos de capital y dinámica monetaria interna en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

En abril del 2005, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo relativamente intenso. Si bien la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector financiero continuó siendo elevada, la del sector de sociedades no financieras se recuperó de nuevo. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro todavía fue moderada.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 7,5% en abril del 2005, desde el 7,1% de marzo (véase cuadro 3). Desde diciembre del 2004, el crecimiento interanual de estos valores ha oscilado entre el 7% y el 7,5%. Esta relativamente intensa ex-

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 I	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Mar	2005 Abr
Valores distintos de acciones	9.704	6,9	7,1	6,8	7,2	7,1	7,5
IFM	3.844	7,9	8,5	8,8	9,0	8,7	8,9
Instituciones financieras no monetarias	753	13,7	11,4	9,9	11,5	14,2	16,1
Sociedades no financieras	612	2,2	3,6	3,0	3,3	5,1	6,1
Administraciones Públicas	4.495	5,7	5,9	5,3	5,5	5,0	5,2
De las cuales:							
Administración Central	4.235	5,1	5,4	4,8	5,1	4,6	4,7
Otras Administraciones Públicas	260	18,5	16,4	14,6	13,7	12,0	12,8
Acciones cotizadas	4.242	1,1	0,9	1,1	1,1	0,5	0,6
IFM	678	2,3	1,7	2,0	2,6	2,3	2,1
Instituciones financieras no monetarias	422	1,6	1,7	1,5	0,3	-2,9	-3,0
Sociedades no financieras	3.143	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8

Fuente: BCE.

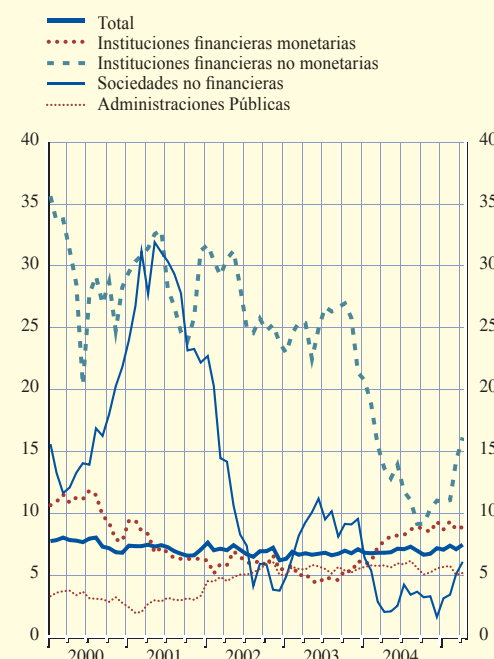
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a los cuadros 4.3 y 4.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro».

pansión se vio impulsada, principalmente, por un pronunciado crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que el de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo reducido. En particular, la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones a tipo de interés variable continuó siendo elevada, situándose en el 18,9% en abril. De este modo, el porcentaje de financiación a tipo de interés variable en el saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó levemente de nuevo, hasta el 23%, en abril del 2005.

En cuanto al detalle por sectores, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM continuó siendo relativamente pronunciado y se situó en el 8,9%, frente al 8,7% de marzo (véase gráfico 5). En particular, la financiación mediante valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable se mantuvo intensa, con una tasa de crecimiento interanual del 18,8% en abril. La relativamente elevada actividad emisora indica que las IFM pueden haber aprovechado el reducido coste del endeudamiento para financiar el relativamente vigoroso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado (véase cuadro 1). Además, las futuras modificaciones que se introducirán en un país de la zona del euro en lo que respecta a la responsabilidad legal de las IFM del sector público parecen haberse traducido en un aumento de las emisiones por parte de estas instituciones.

Gráfico 5 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó de nuevo, hasta el 6,1% en abril, desde el 5,1% de marzo. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por este sector continuó recuperándose con fuerza, y se elevó hasta el 7% en abril, frente al 5,5% de marzo, aunque este aumento se debe, en parte, a efectos de base. Más de la mitad de las emisiones netas de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de las sociedades no financieras en abril se financió a tipos de interés variable. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras, que suele ser bastante volátil, descendió hasta el 1,7% en abril, desde el 2,8% de marzo, en parte también como resultado de efectos de base. Es probable que el repunte del crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, tras la muy baja tasa de crecimiento registrada en el 2004, esté relacionado con la persistencia del muy reducido coste de financiación mediante este tipo de valores (a pesar de un ligero aumento en abril relacionado con un incremento de los diferenciales de los bonos de empresa) y con cierta recuperación de las fusiones y adquisiciones en el 2005. Además, la mayor tasa de crecimiento interanual apunta a cierta normalización tras las elevadas amortizaciones del 2004. En general, las sociedades no financieras parecen haber acumulado liquidez en los últimos meses, según indica la favorable evolución de los beneficios, un crecimiento relativamente acusado de los depósitos bancarios en poder de las sociedades no financieras y la demanda de financiación externa de estas sociedades.

En cierta medida, las sociedades no financieras y las IFM también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa indirectamente. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por estas instituciones se elevó de nuevo, hasta el 16,1% en abril, desde el 14,2% de marzo. Tras el intenso crecimiento registrado en los últimos años, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por este sector ascendía a casi el 8% del total de este tipo de valores emitidos por residentes en la zona del euro en abril del 2005, en comparación con el 6,3% del sector de sociedades no financieras, lo que apunta a la creciente importancia del sector de instituciones financieras no monetarias, que también parece haber aprovechado los reducidos niveles de los tipos de interés a corto plazo para su financiación. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable emitidos por este sector volvió a elevarse en abril, hasta el 33,5% desde el 27,8% de marzo.

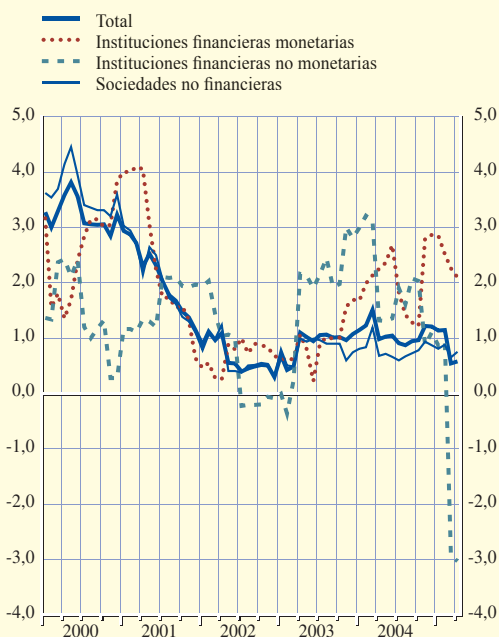
El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas apenas experimentó variaciones en abril y se situó en el 5,2%, frente al 5% de marzo. El crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por la Administración Central, que representa en torno al 95% del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público prácticamente no se modificó y fue del 4,7% en abril. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente las Administraciones Locales que, en general, ha estado descendiendo desde más del 30% desde principios del 2003, se elevó ligeramente, hasta el 12,8%, en abril, desde el 12% de marzo.

ACCIONES COTIZADAS

El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo bastante reducido y se situó en el 0,6% en abril, frente al 0,5% de marzo (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, aunque la emisión bruta de acciones cotizadas por parte de los residentes en la zona del euro fue relativamente volátil, en términos generales, parece haber repuntado ligeramente en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) se situó en el -3% en abril, tras descender hasta el -2,9% en marzo, pero se espera que el próximo mes se revise a partir de datos estadísticos disponibles recientemente. Es probable que el reducido recurso, en general, a las acciones cotizadas como

Gráfico 6 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

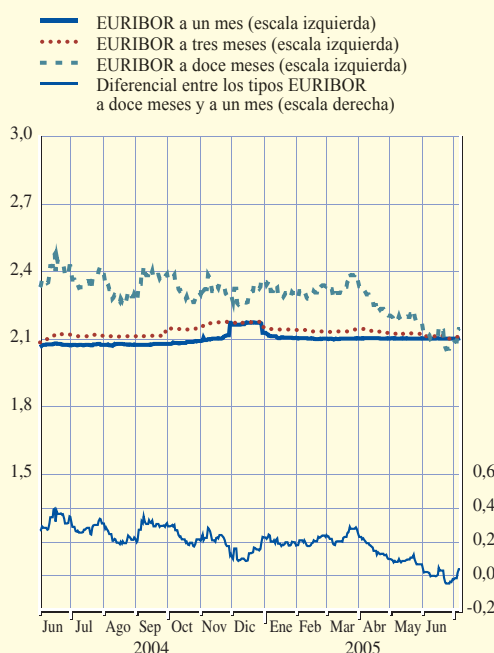
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

fuente de financiación externa esté relacionado con el muy favorable coste real de la financiación mediante deuda en comparación con el coste real de las acciones en el pasado reciente, como pone de manifiesto el intenso recurso a la financiación mediante deuda en los últimos meses.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En junio del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos se mantuvieron estables, mientras que los tipos a plazos más largos descendieron notablemente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se tornó ligeramente negativa durante el mes. Sin embargo, a principios de julio los tipos de interés a más largo plazo subieron, volviendo a los niveles observados a comienzos de junio.

En junio, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron estables, en general, al tiempo que el EURIBOR a doce meses descendió considerablemente, hasta un nivel por debajo del observado a finales de mayo. En consecuencia, la inclinación de la curva de rendimientos se tornó ligeramente negativa durante el mes. No obstante, a principios de julio, los tipos de interés a más largo plazo se elevaron, retornando a los niveles observados a principios de junio. Por consiguiente, la inclinación de la curva aumentó a comienzos de julio, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 4 puntos básicos el 6 de julio, sin variaciones con respecto al 1 de junio.

De igual modo, en junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2005 y marzo y junio del 2006 descendieron hasta 10 puntos básicos. Sin embargo, a principios de julio, los futuros del EURIBOR aumentaron hasta alcanzar niveles superiores a los observados a comienzos de junio, situándose en el 2,10%, el 2,09%, el 2,13% y el 2,22%, respectivamente, el 6 de julio.

Los tipos de interés del mercado monetario en el plazo más corto de la curva de rendimientos se mantuvieron estables en junio. Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron en torno al 2,05% durante el mes. El EONIA se mantuvo estable, en el 2,07%-2,08%, aproximadamente, con dos excepciones. El último día del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de junio, el EONIA cayó hasta el 1,78%, como consecuencia de una situación de liquidez holgada. La operación de ajuste de absorción de liquidez que se realizó al final del período de mantenimiento no absorbió totalmente el exceso de liquidez acumulado, ya que las entidades de crédito sólo ofrecieron 3,7 mm de euros en la operación de ajuste de captación de depósitos a plazo fijo, en comparación con un desequilibrio de liquidez anunciado de 7,5 mm de euros el 7 de junio. Con posterioridad al 24 de junio, el EONIA se elevó ligeramente, anticipando el habitual efecto de fin de semestre, y el 30 de junio aumentó hasta el 2,17% (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 30 de junio, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 2,06% y el 2,07%, respectivamente, esto es, 2 y 1 puntos básicos por debajo de los tipos correspondientes en la subasta anterior. En esa fecha, estos tipos de las subastas se situaron 5 y 4 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses.

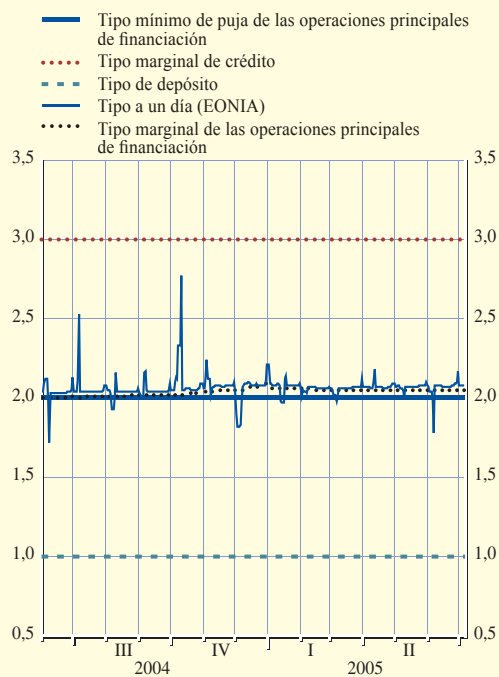
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de los bonos ha experimentado fluctuaciones considerables desde finales de mayo. En general, el 6 de julio, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro había caído ligeramente por debajo del registrado a finales de mayo, mientras que en Estados Unidos había aumentado. La inflación implícita disminuyó en ambas áreas económicas. El rendimiento de los bonos reales se redujo en la zona del euro pero se incrementó en Estados Unidos, como consecuencia, en cierta medida, de la percepción de los participantes en el mercado de que las perspectivas a corto plazo eran divergentes en estas dos áreas económicas.

El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro descendió ligeramente entre finales de mayo y el 6 de julio de 2005, fecha en que se situó en aproximadamente el 3,3% (véase gráfico 9).

Gráfico 8 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

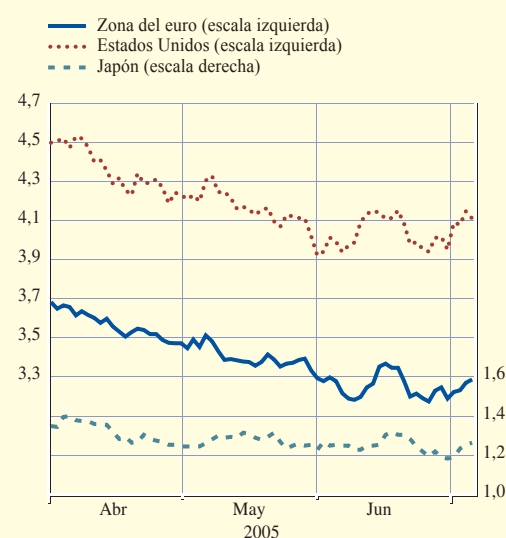
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

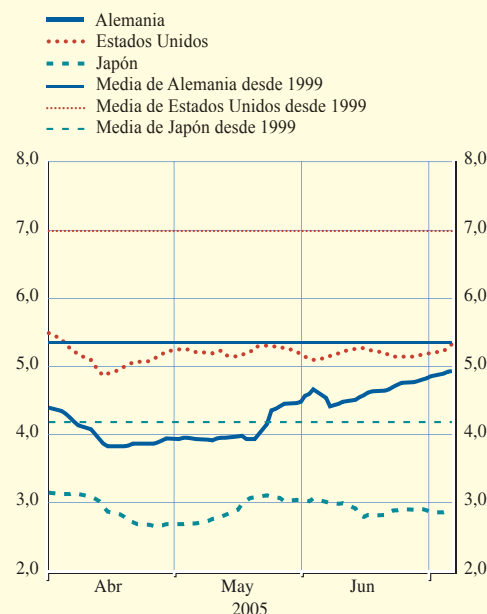
(en porcentaje; datos diarios)



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 10 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 cambio, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 4,1% esa misma fecha. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos se amplió, y el 6 de julio era de aproximadamente 80 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años finalizó el período analizado sin registrar prácticamente variaciones con respecto a los niveles de finales de mayo.

A pesar del encarecimiento de los precios del petróleo, las expectativas de inflación de los participantes en el mercado, medidas por las tasas de inflación implícitas, descendieron en todos los horizontes temporales en la zona del euro y en Estados Unidos, contribuyendo con ello a que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo continuaran en niveles muy reducidos. La publicación de datos macroeconómicos ha dado señales dispares acerca de la actividad económica en las últimas semanas, provocando fluctuaciones considerables en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo durante el período analizado. No obstante, la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, según indica la volatilidad implícita de este mercado, permaneció en niveles relativamente bajos en las principales economías (véase gráfico 10).

Las fluctuaciones registradas en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos obedecen a cambios en el clima de los mercados tras la publicación de distintos indicadores de la actividad económica en junio. A principios de julio, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación aumentó en todos los vencimientos en Estados Unidos, reflejo de las opiniones más favorables del mer-

cado acerca de las perspectivas de crecimiento en este país, como consecuencia de la considerable confianza de los consumidores, de un funcionamiento relativamente positivo del mercado de trabajo y de la revisión al alza de los datos de crecimiento para el primer trimestre del 2005. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación en Estados Unidos de los participantes en el mercado, medidas por las tasas de inflación implícitas, descendieron notablemente en todos los plazos, pero sobre todo en los horizontes más cortos.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años prácticamente no se modificó, ya que parece que los elevados precios del petróleo y sus efectos en el crecimiento económico han compensado la percepción de los inversores en lo que respecta a las relativamente positivas noticias publicadas recientemente sobre la actividad económica.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió de nuevo en junio, registrando los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. La caída de los tipos de interés a largo plazo observada en los últimos meses parece haber estado relacionada, fundamentalmente, con la percepción de los participantes en el mercado de un empeoramiento de las perspectivas acerca de la actividad económica de la zona, como pone de manifiesto la reducción del rendimiento de los bonos indicados con la inflación. Las medidas alternativas de los rendimientos reales de la zona del euro obtenidas a partir de datos de *swaps* indican que es posible que los inversores hayan revisado a la baja sus expectativas acerca de las perspectivas de crecimiento de corto a medio plazo, mientras que su percepción sobre las perspectivas de crecimiento a largo plazo parece haberse mantenido algo más estable (para conocer más detalles, véase el recuadro 3).

Recuadro 3

HERRAMIENTAS PARA CALCULAR E INTERPRETAR LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES EN LA ZONA DEL EURO

El análisis de los tipos de interés reales al contado y *forward* desempeña un destacado papel en las valoraciones que realizan los bancos centrales de la información obtenida de los mercados financieros¹. Este recuadro tiene por objeto presentar varios métodos utilizados para obtener medidas de los tipos de interés reales *forward*.

Medidas ex-ante de los tipos de interés reales basadas en encuestas

Las medidas ex-ante de los tipos de interés reales pueden obtenerse descontando de los tipos de interés nominales del mercado de deuda pública las expectativas de inflación basadas en encuestas de opinión. El cálculo de estas medidas de los tipos de interés reales a distintos plazos hace que sea posible determinar los tipos de interés reales *forward*. Uno de los inconvenientes que plantea el cálculo de los tipos de interés reales *forward* a partir de encuestas es que podrían resultar distorsionados por las primas de riesgo de inflación que podrían estar incluidas en los tipos de interés nominales.

Rendimientos de los bonos indicados con la inflación

Los rendimientos de los bonos indicados con la inflación proporcionan una medida más apropiada de los tipos de interés reales en el sentido de que no se basan en información procedente de encuestas

¹ Véase el artículo titulado «Obtención de información del precio de los activos financieros», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

de opinión y de que no resultan afectados por las primas de riesgo de inflación, aunque es posible que sí se vean influidos por las primas de liquidez. No obstante, debido a que el número de bonos indicados con la inflación emitidos es limitado, no resulta fácil realizar una estimación de la curva de rendimientos de los tipos de interés reales para la zona del euro, sino que, en su lugar, se pueden calcular tipos de interés reales *forward* indicativos a partir de los bonos indicados con la inflación individuales combinando los rendimientos reales de los bonos con distintos vencimientos a partir de ciertos supuestos simplificadores². En el gráfico A se presentan los tipos de interés reales *forward* obtenidos a partir de los rendimientos de bonos indicados con la inflación con plazos de vencimiento seleccionados.

Los tipos de interés reales basados en *swaps*

El mercado de contratos *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro se ha ampliado considerablemente en los últimos años. La evidencia que aporta el mercado indica que en los últimos doce meses se han negociado *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro por un importe nominal superior a 4 mm de euros³. En la actualidad, este mercado se considera útil para estimar una curva de rendimientos reales para la zona del euro porque las actividades de contratación han mejorado sensiblemente y porque los *swaps* indicados con la inflación se negocian a una amplia gama de vencimientos (la estructura de vencimientos de los contratos *swaps* indicados con la inflación de cupón cero cotizados va de dos años a treinta años).

Las tasas de inflación implícitas en los contratos *swaps* indicados con la inflación, junto con la curva de rendimientos nominales, facilitan información sobre los tipos de interés reales y, por consiguiente, pueden utilizarse para obtener una curva de rendimientos reales. El razonamiento es que los contratos *swaps* convencionales de tipos de interés y los indicados con la inflación pueden combinarse para calcular los rendimientos reales a distintos vencimientos.

La estimación de la curva de rendimientos reales se realiza en tres fases. En primer lugar se estima una curva de rendimientos nominales basada en *swaps* del EURIBOR. A continuación se realiza una estimación del perfil de las tasas de inflación implícitas a partir de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación, y por último se calcula la curva de rendimientos reales como la diferencia entre la curva de rendimientos nominales y las tasas de inflación implícitas. En consecuencia, los tipos de interés reales *forward* podrían obtenerse a partir de la curva de rendimientos reales.

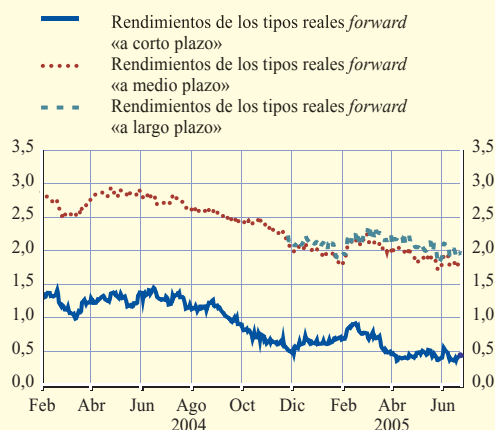
A pesar de las mejoras constatadas en la liquidez del mercado de *swaps* indicados con la inflación, el hecho de que la curva de rendimientos reales sea el resultado de la interpolación de los *swaps* de tipos de interés y de los *swaps* indicados con la inflación hace que sea necesario actuar con cautela al interpretar los cálculos para una fecha y un vencimiento determinados. Además, la curva de rendimientos de los tipos reales *forward* es muy sensible incluso a variaciones apenas perceptibles de los tipos de interés al contado. Por ello es aconsejable valorar la evolución de los tipos *forward* en períodos que comprendan varios años. Por ejemplo, el gráfico B muestra las series temporales de los rendimientos de los tipos de interés reales *forward* en horizontes temporales a corto (de dos a cinco años vista), medio (de cinco a siete años vista) y largo plazo (de siete a diez años vista). Cabe observar que estos

² En particular, se supone que los rendimientos hasta la fecha de vencimiento de los bonos individuales indicados con la inflación representan rendimientos de cupón cero, aunque, en la práctica, son bonos con pago de cupón.

³ Véase también el recuadro sobre *swaps* indicados con la inflación que figura en el Boletín Mensual de septiembre del 2003.

Gráfico A Rendimientos de los tipos reales *forward* de la zona del euro basados en bonos indicados con la inflación

(en porcentaje)

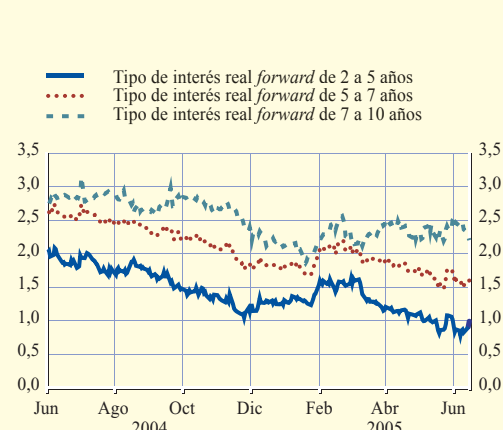


Fuente: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los tipos de interés reales a corto plazo se miden por el rendimiento de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2008. Los rendimientos implícitos en los tipos de interés *forward* de los bonos indicados con la inflación con vencimiento entre el 2008 y el 2012 y el 2012 y el 2015 miden los tipos de interés reales a medio y largo plazo, respectivamente.

Gráfico B Tipos de interés reales *forward* de la zona del euro basados en los tipos de los *swaps* de tipos de interés e indicados con la inflación

(en porcentaje)



Fuente: CDC-IXIS, Reuters, cálculos del BCE.

rendimientos se calculan a partir de tipos a plazos constantes, mientras que los que figuran en el gráfico A se obtienen a partir del rendimiento de los bonos con una fecha de vencimiento fija⁴.

Evolución reciente de los tipos reales *forward*

La evolución reciente de las distintas medidas de los tipos de interés reales *forward* ha sido, en general, similar. Los tipos de interés reales *forward* a corto plazo han descendido considerablemente en los últimos doce meses, mientras que los tipos reales *forward* a largo plazo han permanecido algo más estables, al menos en los últimos meses. Esto tiende a confirmar la idea de que la reducción observada recientemente en los rendimientos reales, con independencia de cómo se hayan calculado, está más relacionada con una debilidad cíclica que con las perspectivas de menor crecimiento a largo plazo de la zona del euro⁵.

Sin embargo, al interpretar estos resultados se ha de tener en cuenta que, además de los factores técnicos ya mencionados sucintamente, esto es, las primas de liquidez y de riesgo, y también, posiblemente, las primas de riesgo de contraparte en el caso de los datos sobre los contratos *swaps*, los reducidos tipos de interés reales en los mercados internacionales pueden verse afectados por una serie de factores que pueden no estar necesariamente relacionados con las expectativas de crecimiento. Dado que, en estos momentos, estos efectos no pueden cuantificarse de manera concluyente, este análisis basado en el mercado de bonos debe interpretarse con cautela⁶.

4 Asimismo, dado que la duración de un bono indicado con la inflación es inferior a su plazo de vencimiento, los rendimientos de los tipos reales *forward* a plazos idénticos que se presentan en los gráficos A y B no son directamente comparables.

5 Las medidas ex-ante, que no se recogen en este recuadro, también reflejan la misma evolución.

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

La preocupación de los participantes en el mercado acerca de las presiones inflacionistas en la zona del euro parece haber disminuido de nuevo en junio, contribuyendo a un descenso del rendimiento nominal de los bonos. A principios de ese mes, la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida a partir del diferencial entre el rendimiento de los bonos nominales y el de la deuda pública francesa iniciada con la inflación con vencimiento en el 2015 cayó hasta por debajo del 2% por vez primera desde mediados del 2003, y durante la mayor parte del tiempo se ha mantenido así. Además, las tasas de inflación implícitas en horizontes temporales más cortos también han disminuido.

Los niveles de los tipos de interés *forward* a un día a comienzos de julio indican que los participantes en el mercado esperan que los tipos de interés oficiales de la zona del euro no registren cambios durante un período más largo que el previsto hace un mes (véase gráfico 11).

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

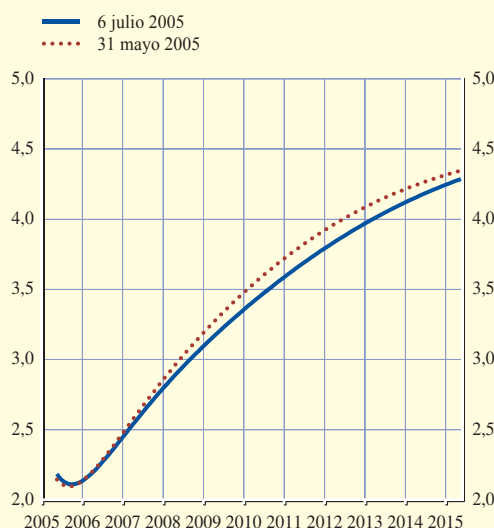
En abril del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos depósitos de los hogares y las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron en comparación con marzo, mientras que los tipos correspondientes a largo plazo descendieron. La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos se mantuvieron relativamente estables ese mes.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos depósitos de los hogares (a plazo hasta un año y disponibles con preaviso hasta tres meses), así como los de los depósitos de las sociedades no financieras (depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta un año) permanecieron estables, en general, entre marzo y abril del 2005 (véase cuadro 4). En cambio, los tipos de interés a más largo plazo de los depósitos a plazo a más de dos años disminuyeron de 10 a 15 puntos básicos, aproximadamente, en ese período, en consonancia, en líneas generales, con el rendimiento de la deuda pública a medio plazo. El tipo de interés aplicado a los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares apenas registró variaciones entre marzo y abril, pero se redujo levemente en los tres últimos meses, reflejando el efecto retardado de este tipo de interés a las variaciones en los tipos de interés de mercado.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo de los depósitos han experimentado muy pocas variaciones, en general, en el período transcurrido entre los tres y los doce últimos meses, en consonancia con la evolución de los tipos de interés de mercado (véase gráfico 12). En cambio, los tipos de interés a largo plazo de los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras se redujeron de 10 a 15 puntos básicos, aproximadamente, en los doce últimos meses (véase gráfico 13).

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward*, que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado, recoge 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 Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta Abr 2005		
	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 Mar	2005 Abr	2004 Abr	2005 Ene	2005 Mar
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,90	1,88	1,90	1,95	1,92	1,93	-1	-1	1
A plazo a más de dos años	2,41	2,45	2,48	2,31	2,38	2,29	-15	-13	-9
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,94	1,97	2,00	2,01	1,97	1,95	0	-3	-2
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,60	2,54	2,52	2,52	2,47	2,45	-12	-4	-2
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,88	0,88	0,89	0,91	0,94	0,94	7	2	0
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	1,96	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	4	-3	1
A plazo a más de dos años	3,22	3,56	3,52	3,46	3,34	3,20	-8	-3	-14
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,69	6,51	6,89	6,74	6,62	6,54	-29	-43	-8
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,48	3,45	3,50	3,44	3,42	3,40	-2	-3	-2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,90	4,82	4,82	4,50	4,35	4,36	-46	-7	1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,47	5,39	5,38	5,27	5,26	5,24	-21	-12	-2
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,98	3,97	3,99	3,98	3,91	3,91	-3	-7	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,77	4,72	4,70	4,44	4,33	4,36	-38	-10	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	2,93	3,01	3,00	3,04	3,02	2,99	0	-3	-3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,30	4,17	4,31	4,06	4,04	3,93	-25	-3	-11
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,03	2,11	2,12	2,17	2,14	2,14	9	-1	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,16	2,74	2,60	2,36	2,49	2,34	-5	-5	-15
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,06	3,60	3,35	2,93	3,08	2,89	-42	-3	-19

Fuente: BCE.

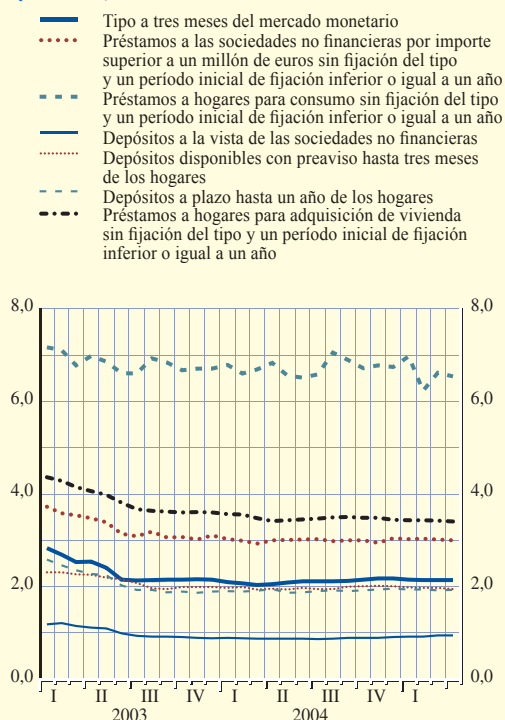
1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel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

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

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras permanecieron relativamente estables entre marzo y abril del 2005, tras descender en distinta medida en los tres últimos meses. El tipo de interés a corto plazo de los préstamos para consumo ha mostrado cierta volatilidad en los últimos meses, y ha caído considerablemente desde principios de año, principalmente como consecuencia de la evolución en un país de la zona del euro (véase gráfico 12). La reducción general de este tipo de interés en los últimos meses está relacionado con una relajación de los criterios de concesión de los préstamos para consumo en el primer trimestre del 2005, como se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de abril del 2005.

Gráfico 12 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

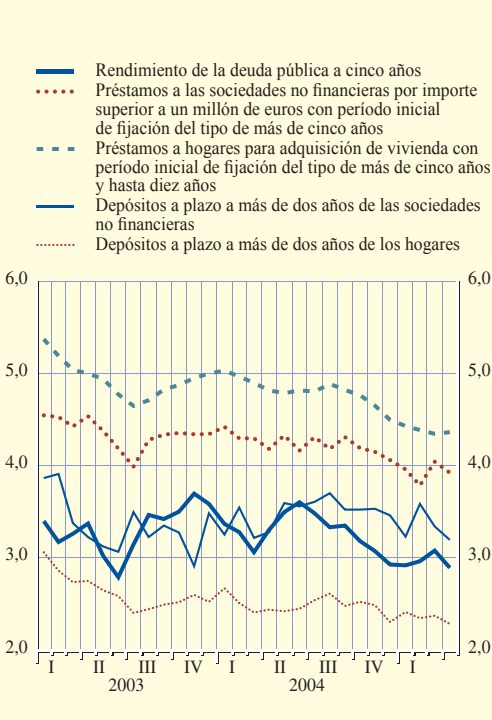
(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)



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

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

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



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

La evolución reciente del tipo de interés aplicado a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años registró un patrón similar y cayó 11 puntos básicos entre marzo y abril (véase gráfico 13).

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda, así como la mayor parte de los tipos a corto plazo de los préstamos a las sociedades no financieras no se han modificado, en su mayor parte, en los doce últimos meses, en consonancia con la evolución de los tipos de interés del mercado monetario. En cambio, los tipos aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años han descendido considerablemente, 46 puntos básicos. Por otra parte, los tipos de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años (por importe inferior, igual o superior a un millón de euros) cayeron de 25 a 40 puntos básicos, aproximadamente, en consonancia, en general, con la evolución del rendimiento de la deuda pública a cinco años.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

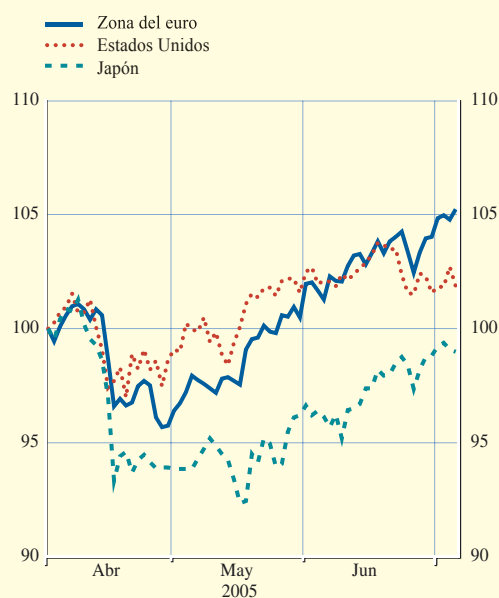
En general, las cotizaciones en los mercados internacionales de renta variable registraron un alza el mes pasado. Las elevadas cifras de beneficios parecen haber contrarrestado la preocupación de los inversores acerca de la subida de los precios del petróleo y las perspectivas de crecimiento económico en las principales economías.

En junio, las cotizaciones bursátiles aumentaron en las principales economías, continuando con la tendencia al alza que se inició a finales de abril (véase gráfico 14). En particular, las cotizaciones de la zona del euro demostraron ser bastante resistentes a las perspectivas de menor crecimiento para la zona del euro. Las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, se elevaron casi el 5% entre finales de mayo y el 6 de julio, superando con ello los resultados del mercado bursátil estadounidense, medidos por el índice Standard & Poor's 500, que prácticamente no registraron variaciones. El índice japonés Nikkei 225 se elevó alrededor del 3% en el mismo período.

Al mismo tiempo, la incertidumbre en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, volvió a descender ligeramente en los principales mercados, sobre todo en Japón, y se situó en niveles muy reducidos en términos históricos (véase gráfico 15).

Gráfico 14 Índices bursátiles

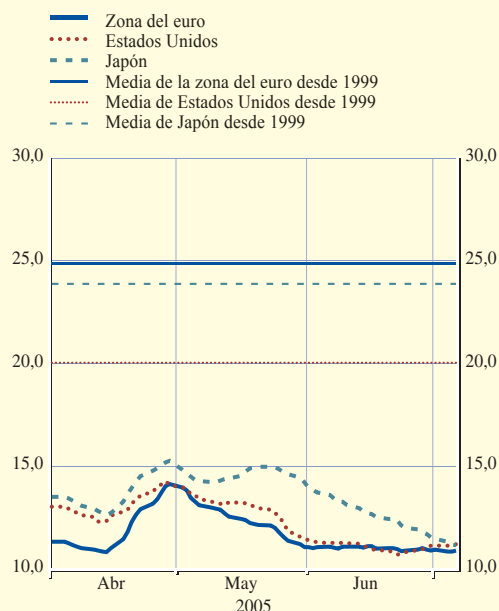
(índice: 1 abril 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

En junio, las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos continuaron respaldadas por el relativamente intenso crecimiento de los beneficios declarados, a pesar de la preocupación de los inversores acerca de la subida de los precios del petróleo.

La relativamente intensa evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y, en general, en los últimos meses, parece contradecir la opinión algo menos optimista de los inversores sobre las perspectivas de la actividad económica de la zona de corto a medio plazo, que, en su lugar, contribuyen a explicar el descenso gradual del rendimiento real de los bonos. No obstante, es necesario tener presentes determinados factores. En primer lugar, los tipos de interés reales más bajos conllevan menores tasas de descuento, respaldando, ceteris paribus, las cotizaciones bursátiles. En segundo lugar, la relativamente elevada rentabilidad de las sociedades de la zona del euro también siguió sustentando las cotizaciones. Además, las expectativas de beneficios empresariales parecen haberse beneficiado de la depreciación del euro en los últimos meses. Por otra parte, los índices bursátiles generales se han visto favorecidos, en gran medida, por acusados incrementos de los precios del sector energético, que se ha beneficiado de los elevados precios del petróleo y ha pasado a ser el sector con mejores resultados. Por último, es probable que los índices generales de la zona del euro reflejen las expectativas de beneficios de empresas que también operan en otras áreas económicas. Por consiguiente, una evolución intensa de los mercados de renta variable no es necesariamente contradictoria con una opinión menos optimista acerca de las perspectivas económicas de la zona del euro de los participantes en el mercado.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió al 1,9% en mayo, tras haberse mantenido en el 2,1% durante tres meses consecutivos. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en junio, como consecuencia, principalmente, del aumento de los precios del petróleo registrado desde mediados de mayo. Las presiones sobre los precios industriales se moderaron ligeramente en mayo, como resultado del menor incremento de los precios observado en el sector de la energía (reflejo del descenso de los precios del petróleo registrado en abril y la primera quincena de mayo) y en el sector de los bienes intermedios. Por último, la evolución de los indicadores de costes laborales en el primer trimestre del 2005 confirmó la contención del crecimiento salarial. En los próximos meses, según las previsiones la inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá, en general, en torno a los niveles actuales, y podría no caer por debajo del 2% en lo que queda de año. 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 JUNIO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 2,1% en junio, desde el 1,9% registrado en mayo (véase cuadro 5). Al tratarse de datos preliminares, esta estimación presenta un alto grado de incertidumbre, pero la información provisional sugiere que la elevación del índice general refleja, con toda probabilidad, la evolución de los precios del petróleo en dólares y la del tipo de cambio del euro.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA MAYO DEL 2005

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó al 1,9% en mayo, tras mantenerse en el 2,1% durante tres meses consecutivos (véase gráfico 16). La inflación de mayo se situó 0,1 puntos porcentuales por debajo del avance de Eurostat publicado a finales de ese mes. El descenso de la tasa de variación interanual del IAPC general refleja fuerzas opuestas. Por un lado, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, ascendió al 1,6%, desde el 1,4% observado en el mes precedente. Por otro lado, estas presiones al alza se compensaron ampliamente con un menor aumento de los precios del petróleo.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2005 Ene	2005 Feb	2005 Mar	2005 Abr	2005 May	2005 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,1	1,9	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1
Energía	3,0	4,5	6,2	7,7	8,8	10,2	6,9	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	-0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	2,8	2,6	1,6	1,6	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	2,4	2,5	2,1	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	1,4	2,3	3,9	4,2	4,2	4,3	3,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	33,6	35,2	40,4	41,4	39,4	45,7
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	3,1	3,1	-0,4	-1,9	1,2	7,6

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

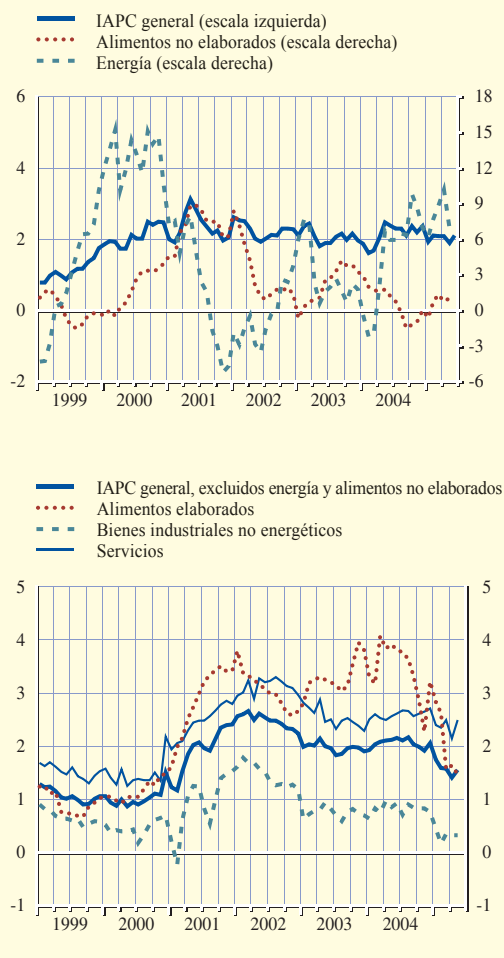
1) La inflación medida por el IAPC de junio del 2005 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

En mayo, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo hasta el 6,9%, frente al 10,2% de abril. Esta evolución es resultado, fundamentalmente, de un efecto de base asociado a la subida de los precios del crudo registrada un año antes, pero también del descenso de los precios del petróleo en euros observado en abril y la primera mitad de mayo. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó ligeramente en mayo, hasta el 1%, desde el 0,8% de abril.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se incrementó hasta el 1,6% en mayo, frente al 1,4% observado en abril, como consecuencia, básicamente, del aumento de 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 el mes anterior. La inflación en los precios de los servicios se elevó al 2,5% en mayo, desde el 2,1% de abril. Este repunte se esperaba como corrección del descenso transitorio de los precios de algunos de los componentes más volátiles (como las vacaciones organizadas, el transporte aéreo y, en menor medida, el alojamiento) registrado en abril, debido, en parte, a las diferentes fechas en que cayeron las vacaciones de Semana Santa en el 2004 y 2005. Haciendo abstracción de la reducción transitoria de abril, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se ha ido manteniendo en el 1,6% desde el mes de febrero.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales descendió al 3,5% en mayo del 2005, desde el 4,3% de abril, como consecuencia, principalmente, del menor incremento de los precios industriales de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 17). La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía disminuyó desde el 13,2% de abril del 2005 al 9,7% de mayo, como resultado de un efecto de base asociado al aumento de los precios industriales de la energía observado un año antes y de la reducción de los precios del petróleo registrada en abril y la primera quincena de mayo.

Por lo que se refiere a los demás principales componentes de los precios industriales, en mayo la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios disminuyó por cuarto mes consecutivo, hasta situarse en el 3%, frente al 3,6% de abril. Esta evolución está

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

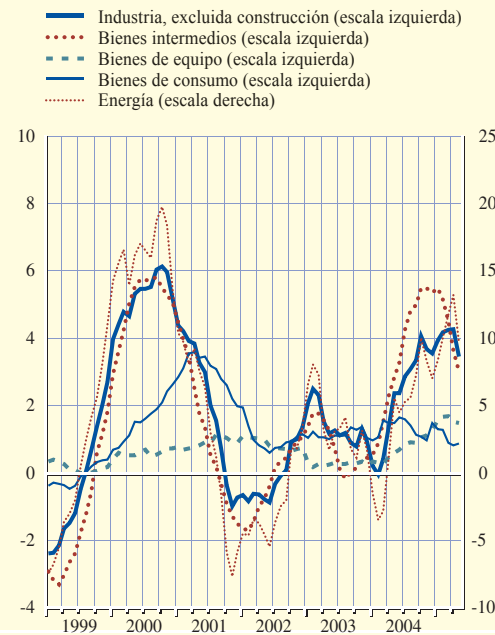
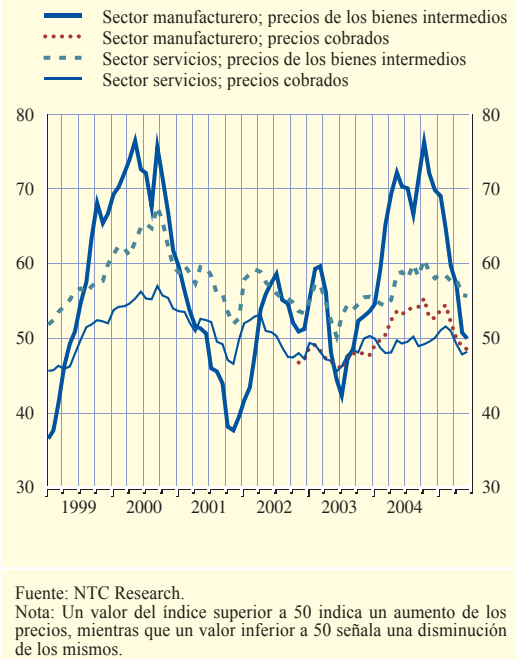


Gráfico 18 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



en línea con la evidencia proporcionada por las encuestas, como la realizada a los directores de compras, en la que las respuestas señalan una menor escasez de varias materias primas y plazos de entrega más cortos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó ligeramente en mayo, hasta el 0,9%, desde el 0,8% de abril, aunque se mantuvo en un nivel relativamente moderado. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo permaneció sin cambios en el 1,5% en mayo. En general, si bien se aprecian ciertas señales de transmisión del aumento de los costes energéticos a los precios industriales de los bienes intermedios, existen todavía limitadas evidencias de transmisión a los precios industriales de los bienes de consumo.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión de junio 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, volvió a disminuir en junio, situándose en 50, lo que significaba que los precios de los bienes intermedios no habían variado (véase gráfico 18). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero (o precios de producción) siguió bajando en junio, hasta situarse por debajo de 50, señalando un descenso de los precios industriales. En el sector servicios, aunque el índice de precios de los bienes intermedios continuaba indicando un aumento de los precios, volvió a caer en junio, hasta situarse por debajo de su media a largo plazo. Por el contrario, el índice de precios cobrados se elevó ligeramente en junio, aunque permaneció justo por debajo de 50, señal de cierta disminución de los precios cobrados. En conjunto, los indicadores más recientes apuntan a que los precios cobrados han crecido menos que 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 servicios.

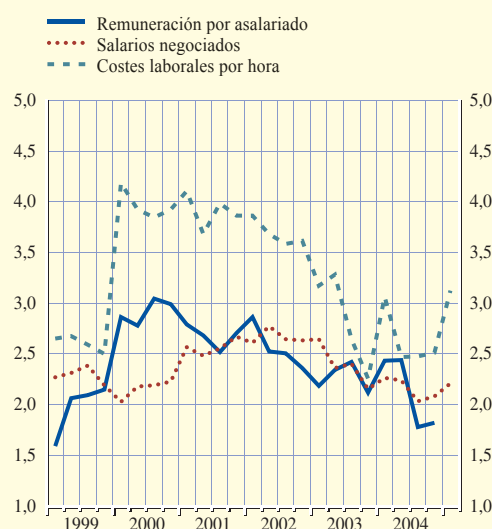
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales del primer trimestre del 2005 siguieron apuntando a la moderación salarial (véase gráfico 19). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados sólo experimentó un leve aumento, hasta el 2,2%, en el primer trimestre del 2005, desde el 2,1% del trimestre anterior (véase cuadro 6). Además, los datos nacionales disponibles sobre la remuneración por asalariado en el primer trimestre del 2005 también apuntan a un moderado crecimiento salarial. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el sector de empresas no agrícolas ascendió al 3,1% en el primer trimestre del 2005, desde el 2,5% del último trimestre del 2004. Sin embargo, la evaluación de los datos se ve dificultada por el hecho de que ésta es la primera estimación realizada de conformidad con el nuevo reglamento sobre el índice de costes laborales, que introdujo cambios en la cobertura y los conceptos que se venían utilizando hasta ahora (véase recuadro 4). Por otro lado, cabe interpretar con cautela esta serie sin desestacionalizar, que muestra, a veces, cierta volatilidad a corto plazo, como queda evidenciado por la evolución de la correspondiente tasa de crecimiento interanual, que aumentó hasta situarse por encima del 3% en el primer trimestre del 2004, frente al 2,3% del trimestre anterior, y experimentó un fuerte descenso, hasta el 2,5%, en el segundo trimestre. Desde una perspectiva a medio plazo, las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de los costes laborales por hora se han elevado desde mediados del 2004, hasta situarse, en el primer trimestre del 2005, en niveles iguales o superiores a su media del año 2004, lo que podría indicar una estabilización de la tendencia a la baja del crecimiento salarial observada en los últimos tres o cuatro años.

En el cuarto trimestre del 2004 (el último trimestre para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se mantuvo en el 1,8%, el mismo nivel

Gráfico 19 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

que en el trimestre anterior. Junto con la desaceleración de la productividad observada en el segundo semestre del 2004, ello supone un repunte de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hacia finales del año, desde el 0,6% del tercer trimestre, hasta el 1,2% del cuarto trimestre. Dado que sólo se espera una recuperación lenta del crecimiento de la productividad (que incluso bajó levemente en el primer trimestre del 2005), 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 la presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo se mantienen moderadas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, según las previsiones la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en torno a los niveles actuales, y podría no caer por debajo del 2% en lo que queda de año. A más largo plazo, no existen evidencias significativas de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. En un contexto de contención salarial, las presiones inflacionistas del mercado de trabajo deberían permanecer moderadas.

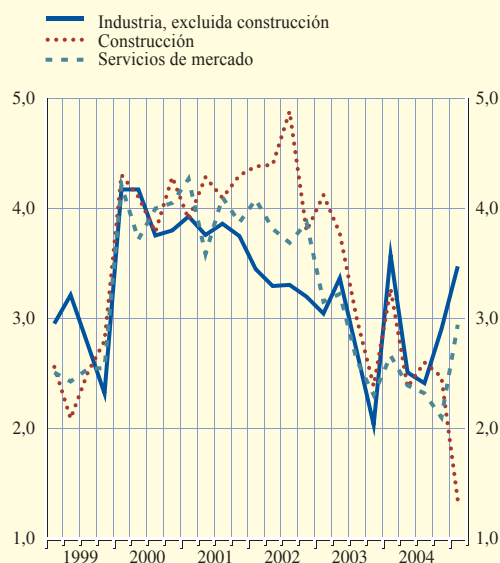
Recuadro 4

NUEVA SERIE DE COSTES LABORALES POR HORA DE LA ZONA DEL EURO

El 21 de junio de 2005, Eurostat publicó un nuevo índice trimestral de costes laborales de la zona del euro, con datos que suponen una mejora de la metodología y de la cobertura utilizadas. Esta mejora obedece a los requerimientos de un reglamento europeo publicado recientemente¹, que establece un marco común encaminado a incrementar el grado de comparabilidad de estas estadísticas entre los distintos países. La armonización de las estadísticas de costes laborales en el ámbito de la zona del euro constituye un importante avance. En este recuadro se describen los cambios metodológicos introducidos en el índice de costes laborales (ICL) de la zona del euro y los datos resultantes de estas modificaciones.

Gráfico B Costes laborales por hora por actividades económicas

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

El ICL mide las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria y los servicios. A partir del 2005, todos los países de la UE han de transmitir a Eurostat los datos de los ICL nacionales, en un plazo no superior a setenta días a contar desde el final del trimestre de referencia, y Eurostat publicará los agregados de la zona del euro y de la UE. La mejora del ICL es uno de los logros más recientes del Plan de Acción sobre las necesidades estadísticas de la UEM, aprobado por el Consejo ECOFIN en septiembre del 2000. El nuevo ICL complementa eficazmente los datos de remuneración por asalariado de las cuentas nacionales.

Con la publicación de junio se han realizado importantes cambios metodológicos en varios países

1 Reglamento (CE) nº 450/2003 sobre el índice de costes laborales, adoptado en febrero del 2003 en el marco del Plan de Acción de la UEM.

de la zona del euro, como Alemania, Francia e Italia. Estos cambios son particularmente significativos en el componente de horas trabajadas (el denominador) del índice, dado que algunos países ya pueden estimar las horas efectivamente trabajadas (horas pagadas), en lugar del número de empleados, como se hacía anteriormente. Se han introducido otros cambios en la cobertura (inclusión de las pequeñas empresas, cobertura más completa de los servicios de mercado) y en las fuentes estadísticas utilizadas².

Gráfico B Costes laborales por hora por actividades económicas

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

especialmente a partir del cuarto trimestre del 2003. En efecto, otras indicaciones relativas a la evolución de los costes laborales (véase sección 3.3) siguen apuntando a un crecimiento salarial moderado a comienzos del 2005.

El gráfico B muestra las tasas de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en la industria (excluida la construcción), la construcción y los servicios de mercado³. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en la construcción ha ido disminuyendo de forma constante desde el 2002, hasta situarse en el 1,3% en el primer trimestre del 2005, muy por debajo de la media del 2,7% registrada en el 2004. Tras descender entre el 2000 y el 2004, la tasa de crecimiento interanual de los servicios de mercado aumentó en el primer trimestre del 2005, hasta el 2,9%. Por último, en la industria (excluida la construcción) la tasa de crecimiento interanual alcanzó el 3,5% en el primer trimestre del 2005, superando la media del 2,8% observada en el 2003 y 2004.

2 También se ha modificado la especificación técnica de la fórmula del índice: en lugar del índice con una base fija utilizado anteriormente, los datos de los países se calculan ahora como un índice de Laspeyres encadenado anualmente. El índice de la zona del euro se obtiene agregando las ponderaciones de los países a partir de un año base fijo (2000).

3 Los servicios de mercado comprenden comercio, reparaciones, hostelería, transporte, comunicaciones, intermediación financiera, alquileres y actividades inmobiliarias y comerciales.

Las mejoras metodológicas han entrañado revisiones de la serie de costes laborales por hora. Como promedio en el período 2000-2004, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la industria y los servicios de mercado de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales (véase gráfico A). Asimismo, se han revisado al alza la tasa de crecimiento interanual de los sueldos y salarios (que representan cerca de tres cuartas partes de los costes laborales totales) y la de los demás componentes de costes (principalmente, las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores), en 0,1 puntos porcentuales y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente. Teniendo en cuenta estas revisiones al alza, el nuevo patrón de crecimiento de los costes laborales por hora confirma la notable desaceleración de las presiones salariales que se ha producido entre el 2001 y mediados del 2004. Más recientemente, esta tendencia a la baja parece haberse estabilizado y los nuevos datos señalan un incremento del crecimiento de los costes laborales a partir de mediados del 2004. Sin embargo, cabe interpretar con cautela la evolución coyuntural de este indicador, que ha mostrado, a veces, una importante volatilidad a corto plazo,

Se espera que los distintos países realicen nuevas mejoras en los próximos trimestres, por lo que no pueden descartarse revisiones adicionales de los datos del ICL de la zona del euro. Por otra parte, dependiendo de los resultados de los estudios de viabilidad, en el futuro mejorarán también la cobertura del índice (con la inclusión de los servicios no de mercado) y su desglose (con la exclusión del efecto de las primas).

En general, la nueva serie de costes laborales es una importante fuente de información sobre la evolución de los costes salariales. Sin embargo, la información obtenida de este indicador debe ser objeto de un estrecho seguimiento y ha de contrastarse con los otros indicadores de evolución salarial disponibles (remuneración por asalariado y salarios negociados).

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del PIB real de la zona del euro fue más intenso a comienzos del 2005 que en el segundo semestre del 2004. Sin embargo, la composición de la demanda en el primer trimestre del presente año fue relativamente desfavorable, pues la demanda interna, las exportaciones y las importaciones perdieron impulso. Los indicadores procedentes de las encuestas, que mostraron descensos significativos antes de junio, sugieren que es posible que la dinámica de crecimiento subyacente se haya mantenido prácticamente estable en el primer semestre del 2005. De cara al futuro, se espera que el crecimiento económico se fortalezca gradualmente, beneficiándose de forma más clara de la evolución favorable de las variables fundamentales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Tras el débil crecimiento observado en el segundo semestre del 2004, el crecimiento del PIB real repuntó a comienzos del 2005. La primera estimación de la contabilidad nacional de la zona del euro para el primer trimestre del 2005 confirmó el avance, que estimaba un crecimiento intertrimestral del PIB de un 0,5% (véase gráfico 20). No obstante, el fortalecimiento del crecimiento del PIB real con respecto al crecimiento trimestral del 0,2% registrado en el último trimestre del 2004 estuvo relacionado en parte con efectos estadísticos. Los efectos de los ajustes por días laborables atenuaron el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2004, y cabe la posibilidad de que hayan dado lugar a una sobrevaloración del crecimiento a comienzos del 2005.

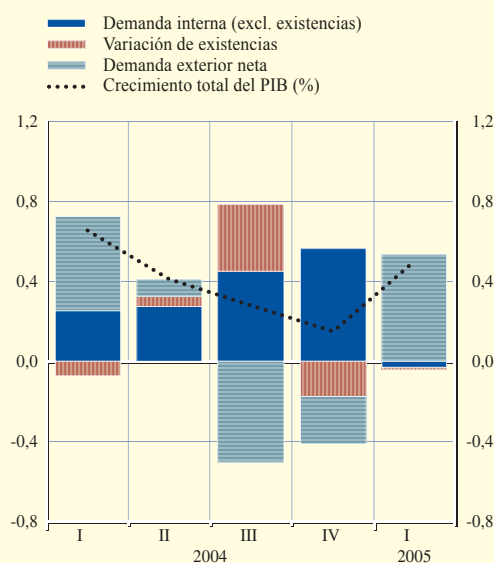
La composición del crecimiento del PIB real en el primer trimestre del 2005 presenta un panorama menos favorable que el que sugiere la cifra total. El crecimiento del PIB real en el primer trimestre puede atribuirse totalmente al crecimiento de la demanda exterior neta, mientras que la contribución de la demanda interna fue nula. Debido a la subida de los precios del petróleo, el crecimiento del consumo privado se desaceleró con respecto al cuarto trimestre del 2004 y la inversión se contrajo. La desagregación de la demanda exterior neta también fue menos favorable de lo que podría haberse pensado inicialmente. La contribución positiva de la demanda exterior neta fue consecuencia principalmente de un descenso significativo del crecimiento de las importaciones, mientras que el crecimiento de las exportaciones siguió siendo moderado, reflejando en gran medida los efectos retardados de la pasada apreciación del euro.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La composición del crecimiento económico por ramas de actividad en el primer trimestre de este año pone de manifiesto que tanto la industria como los servicios han vuelto a cobrar cierto impulso frente al trimestre anterior. No obstante, mientras que en la industria el crecimiento del valor añadido continuó siendo limitado, en los servicios el valor añadido creció de modo más intenso. La re-

Gráfico 20 Crecimiento del PIB real y contribuciones

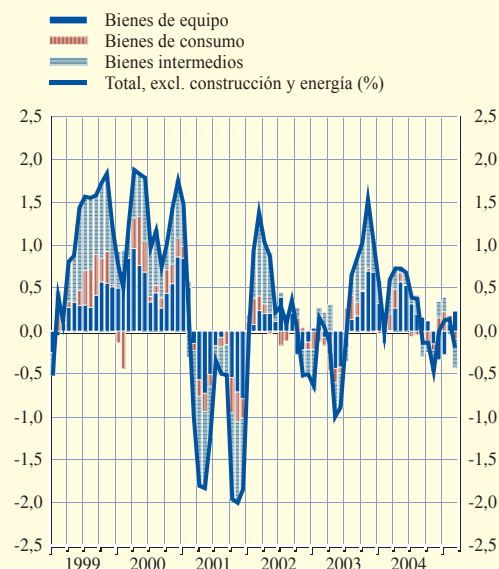
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

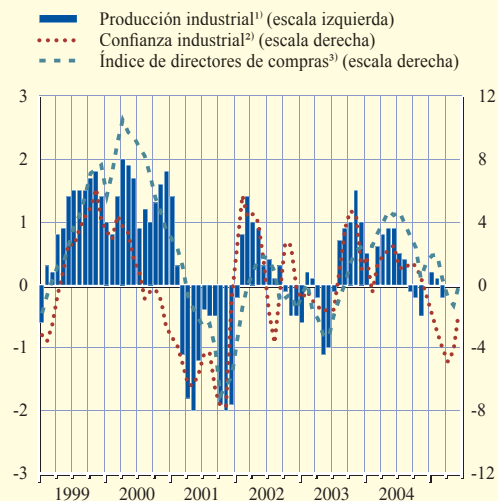
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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 22 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.

lativa debilidad de la industria es atribuible a una contracción significativa de la construcción. En los servicios, el valor añadido de los servicios no de mercado – es decir, la administración pública– registró un descenso, mientras que los servicios de mercado experimentaron una fuerte recuperación

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) y los nuevos pedidos se aumentaron en abril. La primera registró un aumento de un 0,6%, en tasa intermensual, en abril, tras un crecimiento intertrimestral del 0,1% en el primer trimestre del 2005. Sin embargo, una perspectiva a más largo plazo revela que la producción industrial ha fluctuado básicamente, durante casi un año, en torno a un nivel constante.

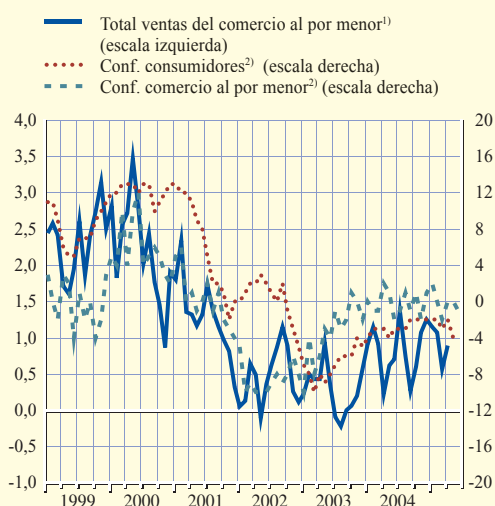
La evolución de la industria en abril no fue la misma en las distintas ramas de actividad. La producción industrial se incrementó, en términos intermensuales, en las ramas de bienes intermedios y de bienes de consumo, se mantuvo sin cambios en los bienes de equipo y se contrajo sustancialmente en la rama productora de energía. Lo anterior representa, en su mayor parte, una reversión de los cambios observados en el mes anterior, lo que refleja la volatilidad de las series. En términos de medias móviles de tres meses, la producción creció en las ramas de energía y de bienes de equipo durante el período de febrero a abril, pero se redujo en otras (véase gráfico 21).

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

Los datos procedentes de las encuestas son coherentes con el crecimiento sostenido, pero moderado, observado en el segundo trimestre del 2005. En la industria, parece que las condiciones se han deteriorado en el segundo trimestre, con respecto al primero (véase gráfico 22). El indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice de directores de compras se redujeron en abril y mayo en el caso de las manufacturas. Sin embargo, am-

Gráfico 23 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.

una importante caída de las matriculaciones de automóviles en Italia, a causa de una huelga en los transportes durante el mes de mayo. En conjunto, en los dos primeros meses del segundo trimestre, las matriculaciones de automóviles se mantuvieron prácticamente sin cambios con respecto al primer trimestre.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea también confirma el panorama de crecimiento moderado del consumo en el corto plazo. La confianza de los consumidores descendió considerablemente en el segundo trimestre, con respecto al primero, tras haberse mantenido prácticamente estable en los dos trimestres anteriores, en un nivel ligeramente por debajo de su media a largo plazo. El reducido nivel de la confianza de los consumidores podría ser reflejo de la débil situación del mercado de trabajo y de la incertidumbre relacionada con las reformas en los sistemas públicos de atención sanitaria y pensiones.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Las condiciones del mercado de trabajo parecen haberse mantenido bastante estables en el primer semestre del 2005. En el primer trimestre de este año, el empleo creció a un ritmo similar al observado en los dos trimestres anteriores, y las encuestas de empleo indican una situación bastante estable en el segundo trimestre del presente año.

DESEMPLEO

La tasa normalizada de paro de la zona del euro fue del 8,8% en mayo del 2005, frente al 8,9% registrado en los dos meses anteriores (véase gráfico 24). El origen de este descenso fue una caída en el número de parados

bas encuestas mejoraron en junio, mostrando señales positivas a finales del segundo trimestre.

El índice de directores de compras para los servicios se mantuvo sin cambios en el segundo trimestre, en comparación con el primero. En contraposición con el índice de directores de compras para las manufacturas, el nivel del índice para los servicios sugiere claramente una nueva expansión. El indicador de confianza de las encuestas de opinión de la Comisión Europea para los servicios empeoró en el segundo trimestre, con respecto al primero, pero parece haberse estabilizado en el segundo trimestre.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Después del repunte observado en el último trimestre del 2004, el crecimiento del consumo privado se desaceleró de nuevo en el primer trimestre del 2005. Los indicadores del gasto de los hogares no presentan señales de un fortalecimiento del crecimiento del consumo en el segundo trimestre del 2005. El volumen de ventas al por menor se redujo un 0,6%, en promedio, en los dos primeros meses del segundo trimestre, en relación con el primero (véase gráfico 23). Además, las matriculaciones de automóviles disminuyeron significativamente en mayo. Esta disminución se vio muy influida por

cercana a las 200.000 personas, tras un incremento medio mensual de unas 40.000 en los cinco meses anteriores. Con todo, las cifras de paro de la zona del euro deberían interpretarse con cautela en este momento, debido, en parte, a los cambios metodológicos registrados en las fuentes de datos que se utilizan para estimar las cifras armonizadas de empleo en Alemania, lo que se ha traducido en un aumento significativo de la volatilidad, tanto en los datos de desempleo de Alemania como en los de la zona del euro. Dado que los nuevos datos de Alemania sólo abarcan un período relativamente corto, es muy probable que la causa de la volatilidad se encuentre en la considerable incertidumbre relativa a la manera de calcular las cifras de empleo desestacionalizadas.

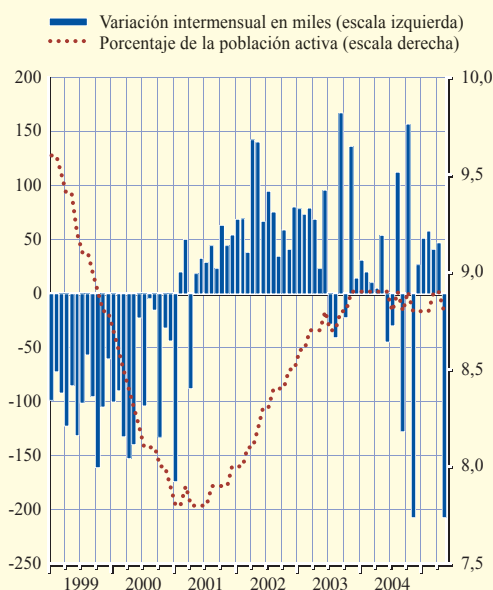
EMPLEO

El empleo se elevó un 0,2% en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2005, una tasa comparable a la observada en el segundo semestre del 2004 (véase cuadro 7). La evolución de los últimos trimestres apunta a una estabilización de las condiciones del mercado de trabajo tras una mejora gradual en el primer semestre del 2004. En el primer trimestre del 2005, el empleo se redujo en la industria, pero aumentó en los servicios. Esta divergencia sectorial parece estar relacionada con diferencias en el ritmo de actividad económica de estas ramas, pero también está en línea con cambios estructurales más generales registrados en los últimos años.

Tras el estancamiento observado en el cuarto trimestre del 2004, la productividad intertrimestral del trabajo para el conjunto de la economía se incrementó ligeramente en el primer trimestre del 2005, como consecuencia del ritmo más rápido de actividad económica y de constante crecimiento del empleo (véase gráfico 25). La pro-

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

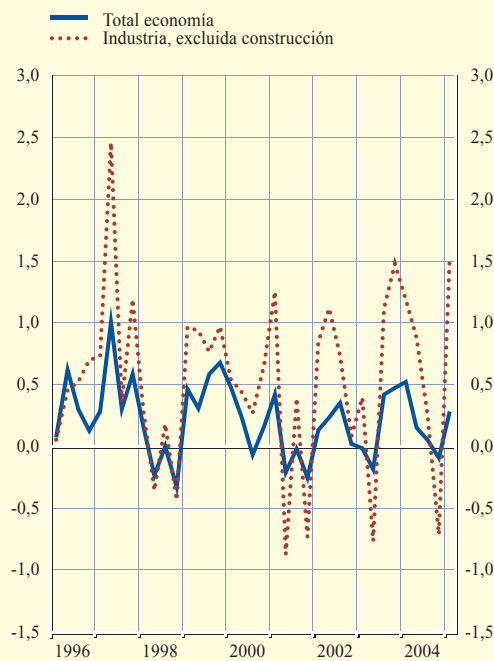
(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Productividad del trabajo

(tasas de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

ductividad se elevó con más intensidad en la industria, excluida la construcción, mientras que aumentó marginalmente en los servicios y cayó considerablemente en la construcción. No obstante, a medio plazo, las tasa de variación interanual indican que la productividad del trabajo ha descendido. De cara al futuro, se espera que la productividad del trabajo ascienda moderadamente en el futuro próximo, lo que respaldaría el crecimiento del producto potencial en los años 2005 y 2006 (véase recuadro titulado “Tendencias del crecimiento del producto potencial de la zona del euro”).

Los datos de las encuestas disponibles hasta junio sugieren unas expectativas de creación de empleo prácticamente estables en el segundo trimestre del 2005. En cuanto a la industria, tanto las encuestas de opinión de la Comisión Europea como el índice de directores de compras apuntan a un deterioro de las condiciones de empleo en las manufacturas en el segundo trimestre, en comparación con el primero. Las expectativas de empleo en los servicios en el segundo trimestre del 2005 que se recogen en las encuestas de la Comisión Europea y en el índice de directores de compras se mantuvieron apenas sin cambios desde el primer trimestre del año. En las ventas al por menor y en la construcción, las expectativas de creación de empleo mostraron una ligera mejora en el segundo trimestre.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras registrar un crecimiento moderado en el segundo semestre del 2004, el crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó en el primer trimestre del 2005. Sin embargo, el fortalecimiento del crecimiento se debió en parte a los efectos estadísticos relacionados con ajustes por días laborables. Además, la composición de la demanda indica que el crecimiento a comienzos del 2005 se vio impulsado principalmente por un descenso significativo de las importaciones, mientras que el crecimiento de las exportaciones y el de la demanda interna perdieron impulso. En el segundo trimestre, los datos de las encuestas sugieren que es probable que la dinámica de crecimiento subyacente siga siendo moderada

Los datos de que se dispone resultan aún contradictorios; algunos de los indicadores más recientes muestran una ligera mejora, pero todavía no existen indicios de que se haya iniciado una recuperación de la actividad económica más sostenida. Al mismo tiempo, a medio plazo, siguen existiendo motivos para esperar que se produzca una mejora gradual de la actividad económica de la zona del euro. Se espera que el crecimiento del consumo privado se recupere en sintonía con el gradual fortalecimiento del crecimiento de la renta real disponible. La inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, de los importantes beneficios obtenidos por las empresas y de la mejora que se está produciendo en su eficiencia. Asimismo se espera que el crecimiento de las exportaciones aumente a causa de una dinámica demanda exterior y de mejoras en la competitividad en términos de precios de la zona del euro. No obstante, existen riesgos a la baja que amenazan al crecimiento económico y que están relacionados con los elevados precios del petróleo, el bajo nivel de confianza en la zona del euro y los desequilibrios mundiales.

Recuadro 5

TENDENCIAS EN EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO POTENCIAL DE LA ZONA DEL EURO

Las estimaciones del producto potencial, que puede definirse como el nivel de producto que no genera presiones inflacionistas o deflacionistas, son importantes por una serie de motivos, entre ellos la ejecución de la política monetaria y fiscal y el análisis de las políticas estructurales ¹.

La evolución del producto potencial depende de una serie de factores por el lado de la oferta, como son los factores de producción, capital y trabajo, y la productividad. El crecimiento del producto potencial puede variar con el tiempo. Las variaciones del crecimiento del producto potencial reflejan, en primer lugar, la evolución estructural de los factores de oferta vinculados, por ejemplo, a las tendencias demográficas, las reformas institucionales o las innovaciones tecnológicas. Además, algunas variaciones por el lado de la oferta pueden tener un carácter cíclico, como las que se derivan de fluctuaciones en la inversión.

Para evaluar la tasa de crecimiento monetario a largo plazo que es compatible con la estabilidad de precios, el BCE publicó su estimación del crecimiento tendencial del producto potencial. Esta estimación se refiere al componente de medio a largo plazo del crecimiento del producto potencial que no tiene en cuenta las variaciones cíclicas del producto potencial. El BCE estimó que el crecimiento tendencial del producto potencial era del orden de 2%-2,5% al año². Como consecuencia, en parte, del carácter cíclico del crecimiento del producto potencial, es de esperar que las estimaciones del crecimiento potencial para años concretos fluctúen con el tiempo dentro de esta horquilla o en torno a ella.

El nivel de producto potencial no puede medirse directamente, y en la práctica su estimación se caracteriza por un grado significativo de incertidumbre, que refleja, al menos en parte, imperfecciones en la medición de las variables que determinan el marco de la estimación. Por ello, resulta importante tener en cuenta estimaciones alternativas del crecimiento potencial y complementar el análisis con una evaluación de distintas fuentes de información, incluidos los indicadores de la evolución de los principales factores de crecimiento. Un problema adicional de carácter práctico que se plantea al estimar el crecimiento tendencial del producto potencial es que no existe ningún enfoque aceptado universalmente para identificar los componentes estructurales y cíclicos del crecimiento potencial. Las estimaciones del crecimiento del producto potencial tienden a variar en función de las técnicas utilizadas en la estimación. Por ejemplo, los métodos basados en el denominado enfoque de función de producción, del que se obtienen estimaciones explícitas de los componentes estructurales de los factores de crecimiento, tienden a producir estimaciones significativamente diferentes de los que se basan en métodos simples de series temporales (denominados también filtros de extracción de tendencias), que producen una estimación del componente tendencial del producto real.

Por último, las estimaciones se suelen revisar con el tiempo³. Por ejemplo, las expectativas que prevalecieron hasta comienzos del 2001, que, en el contexto del debate sobre la «nueva economía», resultaron ser excesivamente optimistas, dieron lugar a estimaciones y proyecciones del crecimiento potencial, que se revisaron significativamente a la baja con posterioridad.

1 Para un examen más detallado del papel de las medidas del producto potencial en el análisis macroeconómico, así como del papel que desempeñan dentro del marco de la estrategia de política monetaria del BCE, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2000.

2 Para más detalles, véase el recuadro 3.7 sobre «El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario», en la publicación titulada «La política monetaria del BCE» de enero del 2004.

3 Para obtener alguna evidencia sobre las revisiones de las estimaciones recientes de la brecha de producción, que reflejan en gran medida las revisiones del producto potencial, véase el recuadro sobre «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

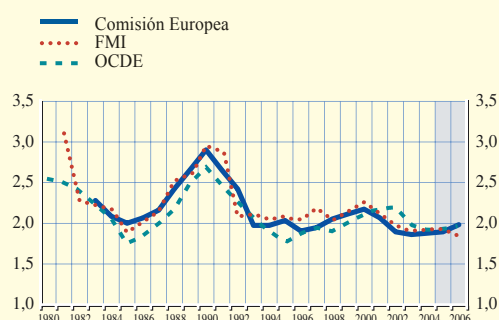
En este contexto, este recuadro proporciona información sobre las recientes estimaciones del crecimiento potencial de la zona del euro y una valoración de su evolución futura.

Estimaciones del crecimiento del producto potencial en la zona del euro desde 1980

El gráfico siguiente muestra las últimas estimaciones de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI. Estas estimaciones se basan en un enfoque de función de producción, lo que explica, en parte, su pronunciada dependencia cíclica. En general, estas estimaciones apuntan a que el crecimiento del producto potencial de la zona del euro se situó entre el 2% y el 2,5% en el período comprendido entre 1981 y 2004 (véase cuadro A). No obstante, todas estas estimaciones indican que durante los años ochenta el crecimiento del producto potencial fue, en promedio, algo más elevado que en los años noventa y comienzos de la década actual, desplazándose gradualmente desde tasas de crecimiento más cercanas al 2,5% hacia tasas próximas al 2%. Las estimaciones del BCE basadas en distintos enfoques alcanzan una conclusión similar⁵.

Estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea: Previsiones económicas de primavera, abril del 2005; FMI: Perspectivas de la Economía Mundial, abril del 2005; OCDE: Perspectivas Económicas, junio del 2005.

Nota: Los datos de la OCDE anteriores a 1991 se han reescalado debido a una ruptura en la serie. Los datos del FMI anteriores a 1991 no se han actualizado y se han tomado de publicaciones anteriores. El área sombreada delimita el período de proyección.

Una perspectiva contable del crecimiento puede proporcionarnos información útil sobre los principales factores determinantes de la evolución del producto potencial⁶. Por lo general, este ejercicio contable se basa en datos del PIB real y de sus determinantes por el lado de la oferta efectivamente observados, y no en los componentes estructurales o tendenciales de estos datos. Sin embargo, las variaciones medias de

Cuadro A Estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro

(tasas medias de crecimiento, en puntos porcentuales)

	Total	Por décadas		Períodos y proyecciones recientes			
	1981-2004	1981-1990	1991-2000	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2006
Comisión Europea	2,2	2,3	2,1	2,4	2,0	2,0	1,9
FMI	2,2	2,4	2,2	2,4	2,1	2,0	1,9
OCDE	2,1	2,2	2,0	2,3	1,9	2,1	1,9
Media	2,2	2,3	2,1	2,4	2,0	2,0	1,9

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.

Nota: Los datos de la OCDE anteriores a 1991 se han reescalado debido a una ruptura en la serie, mientras que los datos del FMI se han tomado de publicaciones anteriores.

4 Obsérvese que se pueden obtener indicios similares de medias de ciclos, en lugar de medias de décadas.

5 La evaluación que se realiza en el BCE del crecimiento del producto potencial se basa en estimaciones directas alternativas, así como en fuentes de información complementarias sobre los factores de crecimiento. En cuanto a las estimaciones directas del producto potencial, el enfoque de función de producción desempeña un papel fundamental. Para información sobre los aspectos metodológicos de las versiones alternativas, véase también T. Proietti, A. Musso y T. Westermann: «Estimating potential output and the output gap for the Euro area: a model-based production function approach», EUI Working Paper ECO 2002/09.

6 Para un análisis contable más detallado del crecimiento en la zona del euro, véase A. Musso y T. Westermann, «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», ECB Occasional Paper n.º 22, enero del 2005.

todas estas variables a lo largo de períodos prolongados deberían aportar indicios generales muy similares a los que se obtendrían de una evaluación basada en el componente estructural de cada variable.

El crecimiento de la productividad del trabajo⁷ representa la fuente principal del crecimiento del PIB real de la zona del euro y su descenso gradual es el principal factor explicativo del menor nivel del crecimiento del PIB real en los años noventa en comparación con los ochenta (véase cuadro B). Puede observarse una caída ligeramente menos importante de la contribución al crecimiento económico de la utilización del factor trabajo (definida aquí como las personas ocupadas en relación con la población). El crecimiento de la utilización del factor trabajo refleja cambios en varias variables, incluidas la tasa de paro, la tasa de participación y la tasa de dependencia (es decir, las personas menores de 15 años y mayores de 64 en relación con la población en edad de trabajar; esto es, aquellos con edades comprendidas entre 15 y 64 años). Mientras que las contribuciones del crecimiento del producto procedentes de variaciones en la tasa de paro y en la tasa de participación se incrementaron durante los años noventa, con respecto a la década de los ochenta, la tasa más elevada de dependencia contrarrestó con creces estas variaciones. Desde comienzos de los años noventa, la contribución total del crecimiento de la utilización del factor trabajo ha fluctuado considerablemente, al tiempo que ha continuado el descenso gradual del crecimiento de la productividad del trabajo. Por último, la contribución del crecimiento de la población total se ha mantenido prácticamente sin cambios a lo largo del período en estudio.

Cuadro B Crecimiento del PIB real en la zona del euro y sus determinantes

(tasas medias de crecimiento, en puntos porcentuales)

	Total	Por décadas		Períodos y proyecciones recientes			
	1981-2004	1981-1990	1991-2000	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2006
Crecimiento del PIB real	2,1	2,4	2,1	1,8	2,3	1,7	1,8
Productividad del trabajo	1,4	1,6	1,4	1,7	1,1	0,7	1,0
Utilización del factor trabajo	0,4	0,4	0,3	-0,4	1,0	0,6	0,5
Población total	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,4	0,3

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea (base de datos AMECO) y Eurostat (base de datos del SEC 95).

Nota: Pueden producirse discrepancias en las cifras debido al redondeo. Todos los datos son de la base de datos AMECO de la Comisión Europea, salvo las cifras de empleo que proceden de la base SEC 95. La productividad del trabajo se define como el PIB real por persona ocupada, mientras que la utilización del factor trabajo se mide aquí como el número de personas ocupadas en relación con la población.

Las perspectivas

Las estimaciones del crecimiento del producto potencial durante los años 2005 y 2006 también se presentan en el gráfico anterior y en el cuadro A. Tales estimaciones dependen de las proyecciones sobre los próximos años realizadas por distintas instituciones para las principales variables macroeconómicas. Las estimaciones y proyecciones actuales se basan en las expectativas de una recuperación moderada, que reflejan un aumento leve del crecimiento de la productividad del trabajo y una contribución apenas sin cambios o más baja del crecimiento de la utilización del factor trabajo y del crecimiento de la población total. Como consecuencia, las tres instituciones esperan que el crecimiento potencial de la zona del euro se sitúe, en promedio, en torno al 1,9% en los años 2005 y 2006. Únicamente una recuperación que fuera sensiblemente mayor de lo esperado daría lugar a una revisión al alza del crecimiento potencial hasta tasas significativamente superiores al 2% en el corto plazo.

⁷ A efectos del análisis presentado en este recuadro, la productividad del trabajo se mide en términos del producto por persona ocupada. Sería de gran ayuda medir la productividad del trabajo en términos de producto por hora trabajada, pero no hay datos en la zona del euro sobre el total de horas trabajadas que abarquen el período de estudio completo (1980-2004).

Para horizontes más lejanos, la evolución es más incierta. En el medio y largo plazo, la desfavorable evolución demográfica en términos de menor crecimiento de la población en edad de trabajar (como se estima para la zona del euro) se convertirá en la principal fuente de presiones a la baja sobre el crecimiento tendencial del producto potencial. No obstante, es probable que algunos componentes de la utilización del factor trabajo contrarresten en parte estas presiones a la baja. En concreto, las tasas de participación, especialmente para las mujeres, podrían elevarse aún más y la tasa de paro estructural podría seguir cayendo, si continúan las tendencias actuales. Pese a ello, en general parece probable una tendencia a la baja en el crecimiento potencial, a menos que, en los próximos años, se avance en las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos, con el fin de contribuir a un aumento sostenido del crecimiento de la productividad y de la utilización del factor trabajo.

En resumen, el análisis muestra que la estimación del 2%-2,5% para el crecimiento tendencial del producto potencial de la zona del euro, publicada por primera vez por el BCE en 1998, está sujeta a riesgos a la baja, y parece que la tendencia se ha aproximado al límite inferior de esta horquilla en los últimos años. Sin una aplicación más decidida de las reformas estructurales, será difícil evitar que las tendencias demográficas se traduzcan en un crecimiento tendencial del producto potencial de la zona del euro aún más bajo.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En junio y los primeros días de julio, el euro se depreció ligeramente en términos efectivos y los mercados de divisas centraron su interés en los diferenciales de rendimiento esperados.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

El euro se depreció frente al dólar estadounidense en junio y a primeros de julio, alcanzando niveles que no se observaban desde mayo del 2004. Esta depreciación parece haber estado asociada, al menos en parte, a la actitud bastante negativa respecto al euro que los mercados empezaron a mostrar tras el rechazo del Tratado Constitucional de la UE en los referendos celebrados en Francia y los Países Bajos. Estas circunstancias acentuaron la depreciación que el euro venía experimentando frente al dólar, como consecuencia, en gran medida, de que los mercados de divisas dejaron de prestar atención a los desequilibrios de Estados Unidos, para centrar su interés en los rendimientos relativos. En este contexto, el 6 de julio de 2005 el euro cotizaba a 1,19 dólares estadounidenses, es decir, un 3,4% menos que a finales de mayo y un 4,2% por debajo de la media del año 2004.

YEN JAPONÉS/EURO

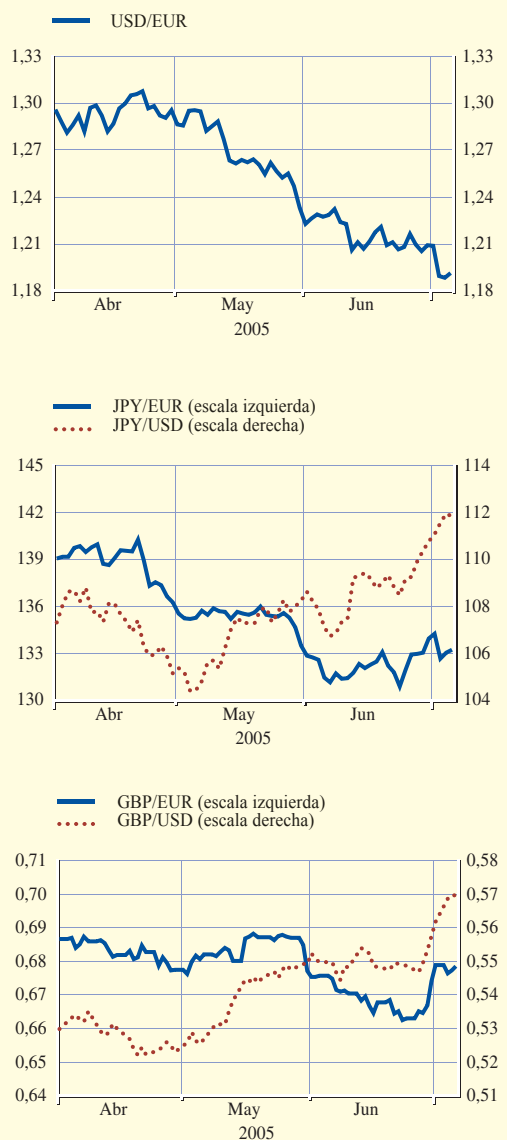
Tras depreciarse frente al yen japonés a comienzos de junio, el euro ha ido cotizando -con algunas oscilaciones- dentro de un intervalo comprendido entre 131 y 134 yenes. Las oscilaciones observadas a finales de junio parecen haber estado relacionadas, en gran parte, con las renovadas expectativas de los mercados acerca de una modificación inminente del régimen cambiario chino, que afectaron también al yen. El 6 de julio de 2005, el euro cotizaba a 133,2 yenes, ligeramente por encima de su cotización a finales de mayo y menos de un 1% por debajo de la media del año 2004.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, en junio y a principios de julio la corona danesa y el tólar esloveno fluctuaron dentro de intervalos muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales, mientras que la corona estonia, la lira maltesa y la lita lituana per-

Gráfico 26 Evolución de los tipos de cambio

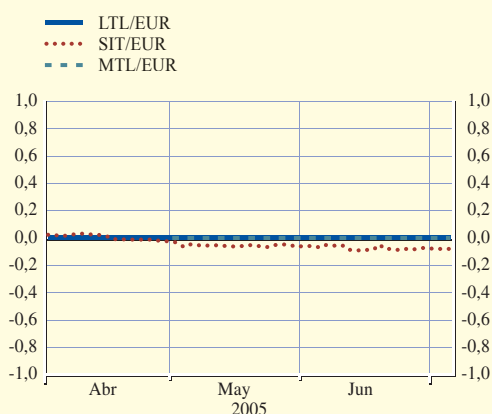
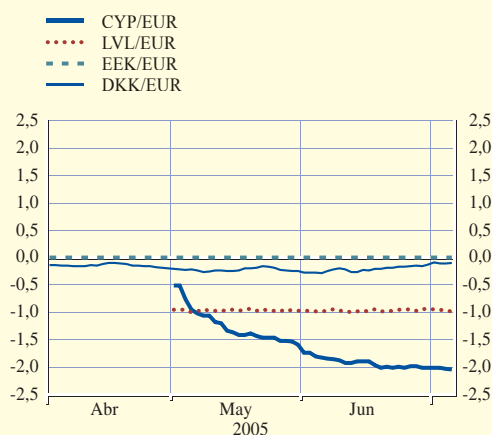
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

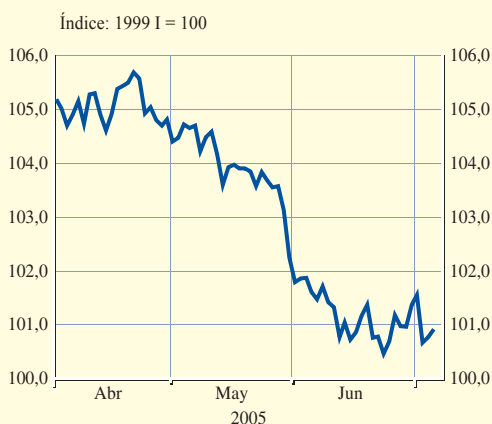


Fuente: BCE.

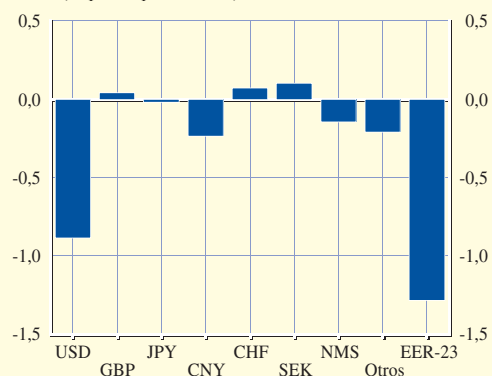
Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda está en el lado débil/fuerte de la banda. Para la corona danesa la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 28 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
31 mayo 2005 - 6 julio 2005
(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.

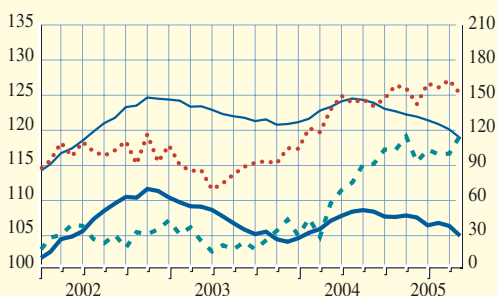
manecieron sin cambios en relación con sus paridades centrales. El lats letón se mantuvo estable en la parte superior de su banda de fluctuación, al tiempo que la libra chipriota se apreció, hasta estabilizarse finalmente en torno a un 2% por encima de su paridad central.

Por lo que se refiere a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a la libra esterlina a comienzos de junio, en medio del debate político sobre el Tratado Constitucional de la UE, y volvió a apreciarse de forma significativa a principios de julio, como consecuencia, posiblemente, de las crecientes expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del Reino Unido. El 6 de julio, el euro cotizaba a 0,68 libras, en torno al nivel registrado a finales de mayo y a la media del 2004.

Gráfico 29 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial (bienes y servicios)

(mm de euros)

— Balanza por cuenta corriente (escala derecha)
 Balanza de bienes y servicios (escala izquierda)
 - - - Importaciones de bienes y servicios (escala izquierda)
 — Balanza comercial (escala derecha)



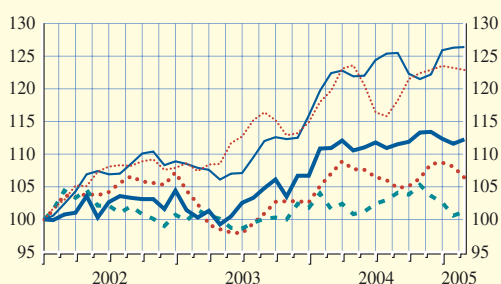
Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril del 2005. Los saldos son cifras acumuladas de doce meses.

Gráfico 30 Exportaciones fuera de la zona del euro en términos reales por destinos

(índice: enero 2002 = 100; medias móviles de tres meses; datos desestacionalizados)

— Agregado
 Estados Unidos
 - - - Reino Unido
 — Asia
 Nuevos Estados miembros de la UE



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2005.

El euro se depreció frente al forint húngaro (un 2,5%), a la corona eslovaca (un 1,7%), al zloty polaco (un 1,3%) y, en menor medida, a la corona checa (un 1,1%). Al mismo tiempo, el euro se apreció frente a la corona sueca (un 2,3%), en respuesta, básicamente, al recorte de los tipos de interés oficiales de Suecia, que se llevó a cabo el 20 de junio y que fue mayor de lo esperado por los mercados.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de mayo y el 6 de julio, el euro se apreció frente al franco suizo (un 1,1%) y se depreció frente al dólar canadiense y al dólar australiano (un 4,7% y un 1,6%, respectivamente).

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

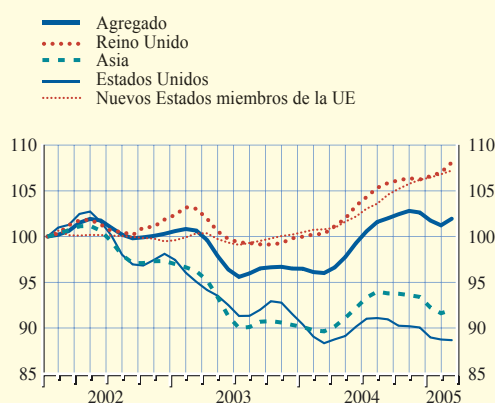
El 6 de julio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 1,3% por debajo de su nivel a finales de mayo y un 2,8% por debajo de la media del año 2004 (véase gráfico 28). La depreciación del euro en términos efectivos se debió, fundamentalmente, a su debilitamiento frente al dólar estadounidense, a algunas monedas asiáticas vinculadas a la moneda estadounidense, al dólar canadiense, al dólar australiano y a las monedas de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de balanza de pagos hasta abril del 2005 apuntan a tendencias estables en las exportaciones e importaciones de la zona del euro en términos nominales. El superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente siguió disminuyendo con respecto al máximo alcanzado en el verano del 2004. Desde comienzos del presente año, los flujos netos acumulados de doce meses del agregado de inversiones directas y de cartera se situaron en un nivel próximo al equilibrio, ya que las entradas netas en inversiones de cartera se compensaron, en gran medida, con las salidas netas en inversiones directas.

Gráfico 31 Precios de las importaciones de fuera de la zona del euro por socios comerciales

(índice: enero 2002 = 100; media móvil de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2005.

CUENTA CORRIENTE

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un déficit de 0,8 mm de euros en abril del 2005. Ello fue resultado de los déficit de las balanzas de rentas (3,9 mm de euros) y de transferencias corrientes (2,9 mm de euros), que sólo se compensaron, en parte, con los superávit contabilizados en las balanzas de bienes (5 mm de euros) y de servicios (1 mm de euros).

Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en términos nominales se mantuvieron prácticamente estables en los últimos meses (véase gráfico 29). En el primer trimestre del 2005, las exportaciones aumentaron un 1,1%, en tasa intertrimestral, mientras que las importaciones disminuyeron un 0,5%, en términos nominales. El desglose del comercio fuera de la zona del euro en flujos comerciales en términos reales y precios, realizado por Eurostat, permite explicar la evolu-

ción reciente. Por lo que se refiere a las exportaciones, la desaceleración que se inició en el segundo semestre del 2004 parece haber sido determinada, en gran medida, por las exportaciones en términos reales, y se ha producido en la mayor parte de los mercados (véase gráfico 30). Pese a que el dinamismo de la demanda exterior observado durante ese período ha contribuido a impulsar las exportaciones en términos reales, este efecto se ha compensado, en parte, con el impacto retardado de la pérdida de competitividad resultante de la pasada apreciación del euro.

Por otro lado, el descenso de las importaciones en términos nominales, que comenzó en el último trimestre del 2004, parece haber sido originado por los flujos comerciales en términos reales y por los precios. Tras registrar un notable aumento en el segundo y el tercer trimestres del 2004 (como resultado, básicamente, de la subida de los precios del petróleo), los precios de importación bajaron, ligeramente, en el último trimestre del 2004 y, de forma más acusada, en el primer trimestre del 2005. Por su parte, el descenso de los precios de las importaciones de bienes procedentes de Asia y Estados Unidos, reflejo de la fuerte apreciación bilateral del euro frente al dólar estadounidense, ha contribuido a reducir los precios del conjunto de las importaciones de fuera de la zona del euro (véase gráfico 31). Sin embargo, esta tendencia se compensó, en parte, con la elevación de los precios de las importaciones de bienes procedentes del Reino Unido y de los nuevos Estados miembros de la UE, observada desde mediados del 2004.

En términos reales, las importaciones se han contraído desde mediados del 2004. Este descenso obedece, en gran medida, a la debilidad de la demanda interna en la zona del euro, especialmente en algunas de las categorías de gasto intensivas en importaciones, como las existencias y las inversiones. La desagregación geográfica muestra que, desde el segundo trimestre del 2004, las importaciones procedentes de los nuevos Estados miembros de la UE no se han recuperado, lo que puede relacionarse, en parte, con el mencionado incremento de los precios de estas importaciones. Por el contrario, la pujanza de las importaciones procedentes de Asia, en particular de China, registrada desde que el euro empezó a apreciarse, refleja, en buena medida, la evolución de la competitividad en términos de precios en esta región.

Pese a la persistente desaceleración de las importaciones, el superávit acumulado de doce meses de la balanza comercial sigue disminuyendo con respecto al máximo alcanzado en junio del 2004. El superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta abril del 2005 ascendió a 26,2 mm de euros, es decir, en torno al 0,3% del PIB, en comparación con los 39,3 mm de euros del año anterior. Esta reducción fue resultado, principalmente, de la disminución del superávit de la balanza de bienes (en 33,7 mm de euros), que se compensó, en parte, con el descenso del déficit de la balanza de rentas (en 14,2 mm de euros) y, en menor medida, con la ampliación del superávit de la balanza de servicios.

CUENTA FINANCIERA

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por valor de 9,1 mm de euros en abril del 2005, como consecuencia de las salidas netas contabilizadas en las inversiones directas (6,4 mm de euros) y en las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones (30,5 mm de euros). Por otro lado, los valores distintos de acciones registraron entradas netas, como resultado de las ingentes adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes (58 mm de euros).

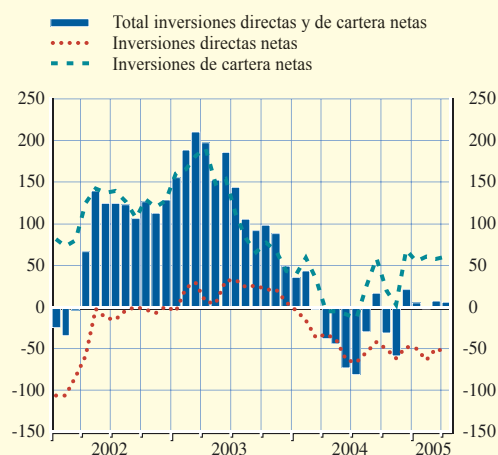
En el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro contabilizó entradas netas de 6 mm de euros, tras registrar salidas netas a lo largo del año 2004 (véase gráfico 32). En el segundo semestre del 2004, las salidas netas disminuyeron gradualmente. Desde comienzos del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera ha vuelto a niveles próximos al equilibrio, en torno a los cuales ha estado fluctuando. Esta evolución refleja el comportamiento compensado de las cuentas subyacentes, dado que las entradas netas de inversiones de cartera se compensaron, en gran parte, con las salidas netas de inversiones directas.

Las salidas netas acumuladas de doce meses de inversiones directas se han mantenido en torno a los 50 mm de euros desde el segundo trimestre del 2004, como consecuencia del nivel constante de la inversión en el exterior por parte de residentes de la zona del euro (alrededor de 120 mm de euros desde principios del 2004) y de la estabilización de la inversión exterior en la zona del euro (en torno a 70 mm de euros desde abril del 2004). Esta evolución puede haber sido determinada por las expectativas de mayor crecimiento de la economía mundial que el esperado en la zona del euro en el 2004 y 2005.

Las entradas netas acumuladas de inversiones de cartera han aumentado desde finales del 2004, como reflejo, principalmente, del incremento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes, así como de la disminución de las adquisiciones netas de acciones y participaciones emitidas por no residentes en la zona del euro por parte de residentes. Como ya se indicó en ediciones anteriores del Boletín Mensual, los inversores internacionales parecen haber-

Gráfico 32 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

se inclinado por los valores de la zona del euro, ya que las encuestas de los mercados señalaban que presentaban un mayor atractivo en términos de precios relativos. Sin embargo, más recientemente los inversores no residentes parecen haberse vuelto más pesimistas respecto a las perspectivas económicas y a los beneficios de las empresas de la zona del euro.

En los últimos meses, la inversión en valores distintos de acciones ha mostrado una mayor volatilidad que la de los valores de renta variable y de la inversión pasada en valores de renta fija, dado que ha estado fluctuando, con bastante frecuencia, entre entradas netas y salidas netas. Gran parte de esta volatilidad puede atribuirse al bajo rendimiento de la renta fija y a la posibilidad de incurrir en minusvalías, lo que, a su vez, parece haber impedido que los gestores de cartera pudiesen establecer estrategias a largo plazo para los valores distintos de acciones con cierto grado de estabilidad.

ARTÍCULOS

EL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO: CONCEPTO, PROPIEDADES Y EXPERIENCIA ACUMULADA



La fiabilidad de los índices de precios de consumo, en general, y la del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), en particular, es crucial para la adopción de decisiones económicas. Los índices de precios de consumo son ampliamente utilizados como indicadores económicos no sólo por el BCE sino también por la Comisión Europea, los Gobiernos, las empresas y los hogares. Creado inicialmente para la evaluación de la convergencia de precios en las primeras fases de la Unión Económica y Monetaria, el IAPC es un indicador preciso, detallado y puntual de la inflación medida por los precios de consumo, así como un índice comparable entre todos los países de la UE. En el marco de la estrategia de política monetaria del BCE, el IAPC de la zona del euro es el índice de precios que se utiliza para evaluar la estabilidad de precios. Pese a la reciente discrepancia entre los resultados de las encuestas de opinión relativos a la inflación percibida por los consumidores y la inflación observada medida por el IAPC, no existe evidencia de que el IAPC subestime (o sobreestime) la inflación en los precios de consumo. No obstante, el proceso de armonización del IAPC en los países de la UE todavía no ha concluido. Los aspectos que han de mejorarse de forma prioritaria son los ajustes por la calidad y la inclusión del gasto de vivienda en régimen de propiedad.

I UNA MEDIDA ARMONIZADA DE LA INFLACIÓN EN LOS PRECIOS DE CONSUMO

Existe un consenso generalizado sobre el hecho de que la inflación entraña costes significativos para el público en general. Una elevada inflación con un alto grado de volatilidad genera una profunda incertidumbre en torno al futuro, dificulta la evaluación del precio de los activos financieros y de los riesgos correspondientes, distorsiona las decisiones de consumo y de inversión e incrementa los costes de transacción. También puede provocar una redistribución no anticipada de la renta y la riqueza desde los acreedores a los deudores y entre los perceptores de distintos tipos de renta. Se reconoce generalmente que la inflación tiene una acusada incidencia negativa en el crecimiento económico y el bienestar. Esta creencia extendida en la opinión pública está respaldada por una abundante literatura, en la que se demuestran los efectos perjudiciales de la inflación en el crecimiento económico¹.

La preocupación general por la inflación ha de medirse con precisión. Un índice de precios de consumo (IPC) puede ser el instrumento adecuado para cumplir esta función. Al medir la variación a lo largo del tiempo de los precios de los bienes y servicios de consumo adquiridos por los hogares, el índice refleja la variación del poder adquisitivo del consumidor. Por ello, los agentes económicos lo utilizan como referencia para sus decisiones financieras o para los contratos en los que ha de tenerse en cuenta la evolución del nivel de precios. Con frecuencia, las pensiones, las prestaciones sociales, los bonos, los sala-

rios y los contratos de arrendamiento y de alquiler se vinculan, directa o indirectamente, a la evolución de los precios de consumo. Los Estados miembros de la UE elaboran Índices Armonizados de Precios de Consumo (IAPC), que permiten establecer agregados de la zona del euro y de la UE y que ofrecen un conjunto completo de índices de precios de consumo comparables y de gran calidad.

FUNCIÓN DEL IAPC EN LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En el marco de su estrategia de política monetaria, el BCE ha atribuido un papel destacado al IAPC, al definir las competencias que le son asignadas en materia de mantenimiento de la estabilidad de precios en términos de este índice. El BCE tiene como objetivo el mantenimiento de la estabilidad de precios, que es fundamental para evitar los efectos perjudiciales de la inflación y fomentar una asignación eficiente de recursos. Ésta es la mejor manera en que la política monetaria puede contribuir a mantener la economía en una senda lo más estable posible, con vistas a lograr un crecimiento económico duradero y sostenible y a potenciar la creación de empleo². El BCE define la estabilidad de precios como un incremento interanual del

1 Véase también G. Camba-Méndez, J. García y D. Rodríguez-Palenzuela, «Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation», en O. Issing (ed.), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Banco Central Europeo, Fráncfort, 2003.

2 Véanse las actas de la primera conferencia del BCE sobre banca central, celebrada en noviembre del 2000 con el título «¿Por qué la estabilidad de precios?».

IAPC de la zona del euro «inferior al 2%». El Consejo de Gobierno del BCE ha declarado también que aspira a mantener la inflación por debajo del 2%, pero próxima a este valor, ya que este objetivo proporciona un margen adecuado para evitar el riesgo de deflación y para tener en cuenta los diferenciales de inflación entre los distintos países de la zona del euro, con el fin de que algunos de ellos no se vean obligados a mantener tasas de inflación excesivamente bajas o incluso negativas. Asimismo, se toma en consideración la posibilidad de que el IAPC sobreestime ligeramente la tasa de inflación verdadera, como consecuencia de un sesgo positivo en la medición de las variaciones de precios, aunque, como se verá más adelante, este sesgo pueda ser muy reducido.

EL IAPC COMO INDICADOR DE CONVERGENCIA

El IAPC desempeña también un papel en el seguimiento de la convergencia de precios. El Tratado de Maastricht establece que uno de los criterios que habrán de cumplir los países con vistas a la adopción del euro es que deberán tener una tasa media de inflación observada durante un período de un año que no exceda en más de un 1,5% la tasa de inflación medida por el IAPC de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. La aplicación de este criterio requiere la elaboración de un índice de precios comparable para todos los países de la UE. Para los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el IAPC es, pues, un indicador básico para determinar si cumplen los requisitos para la adopción de la moneda única.

A todos estos efectos, el IAPC debería incorporar una serie de propiedades esenciales, como amplia cobertura del gasto de consumo, credibilidad, precisión, fiabilidad, puntualidad y elevada frecuencia. En el resto del artículo se valora la calidad del IAPC como medida de la evolución de los precios agregados. En la segunda sección se describen el marco conceptual y las propiedades del IAPC, en la tercera se analiza la evolución de los distintos componentes del IAPC, en la cuarta se señalan los aspectos que han de mejorarse de forma prioritaria y en la quinta se presentan las conclusiones.

2 MARCO CONCEPTUAL Y PROPIEDADES DEL IAPC

2.1 ANTECEDENTES DEL IAPC

En 1993 comenzaron los trabajos encaminados a la elaboración del IAPC, a fin de disponer de medidas comparables para la evaluación de la convergencia en el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM, dado que los IPC nacionales de los países de la UE no eran comparables. El primer paso importante en esta dirección fue la adopción, en 1995, del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo relativo a los índices armonizados de precios al consumo. De conformidad con este reglamento, la Comisión Europea (Eurostat) es responsable de la «creación de normas estadísticas comunes para la elaboración de índices de precios de consumo». La armonización fue objeto de tres nuevos reglamentos del Consejo de la UE y de ocho reglamentos de la Comisión Europea, adoptados entre los años 1996 y 2001³. Todos ellos estaban orientados a asegurar la comparabilidad entre los países y a promover el establecimiento de normas adecuadas, actualizadas y conformes a las recomendaciones internacionales para la elaboración de estadísticas de precios⁴, aunque dejaban la responsabilidad de recopilar los datos de precios a los institutos nacionales de estadística.

En 1996 se publicaron los primeros IAPC provisionales, con una cobertura inicial común de bienes y servicios, y se determinaron las reglas para el muestreo de productos y establecimientos y para la rápida inclusión de nuevos productos. En 1997 prosiguieron los trabajos encaminados a garantizar que los IAPC reflejasen hábitos de consumo actualizados. Como norma mínima se estableció que las ponderaciones de gasto del IAPC se referirán a un período no superior a los siete años anteriores al año considerado. Además, los Estados miembros deberán revisar estas ponderaciones cada año y actualizarlas si se han producido cambios importantes en los hábi-

3 Pueden consultarse todos los reglamentos, las orientaciones, una breve guía del usuario e información adicional sobre el IAPC en la dirección de la Comisión Europea en Internet (<http://forum.europa.eu.int/Public/irc/dsis/hiocp/library>).

4 Para más información sobre las normas internacionales, véanse también OIT, FMI, OCDE, CEPE, Eurostat y Banco Mundial, «Consumer price index manual: theory and practice», 2004.

tos de consumo. En 1999 se definieron las normas relativas a tarifas y servicios de seguros.

En los años 2000 y 2001 se realizaron grandes avances en la armonización. La cobertura del IAPC se amplió para incluir la sanidad, la educación y la protección social. Al mismo tiempo, se armonizó la cobertura geográfica y la de la población, a fin de abarcar todo el gasto de consumo de los hogares en el territorio de un país. Por otro lado, se especificaron los requisitos relativos a la medición armonizada de los precios de los artículos rebajados y de los precios de los servicios financieros. Desde entonces, la labor de armonización ha continuado, especialmente en el ámbito de los ajustes de los índices de precios por la calidad (véase sección 4).

2.2 CONCEPTO Y DEFINICIÓN DEL IAPC

El IAPC se utiliza para cuantificar la evolución de «los precios de los bienes y servicios ofrecidos para su compra en el territorio económico del Estado miembro con objeto de satisfacer directamente la demanda de los consumidores»⁵, por lo que cubre el gasto de consumo final de los hogares. Este concepto tiene implicaciones importantes, algunas de las cuales pueden contribuir a explicar las diferencias entre el IAPC y los IPC nacionales.

El IAPC incluye los bienes y servicios adquiridos por los hogares en un país, independientemente de su nacionalidad, residencia, renta u otras características socioeconómicas. En cambio, muchos IPC sólo cubren el gasto de los hogares residentes. Por otra parte, los precios de los bienes y servicios se incorporan al IAPC en el momento en que se adquieren. Este concepto de adquisición difiere del que se aplica en algunos IPC nacionales, que miden el precio de los bienes y servicios cuando se van utilizando. Ello puede suponer una diferencia significativa, en particular para partidas cuyo consumo se extiende a lo largo de periodos de tiempo prolongados, como es el caso de la vivienda en régimen de propiedad (véase también recuadro 2).

La línea divisoria elegida para distinguir el gasto de consumo público del gasto de consumo priva-

do de los hogares está conforme con el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). Los bienes y servicios proporcionados a los hogares por las Administraciones Públicas en concepto de prestaciones sociales en especie (sanidad y educación) no están incluidos en el IAPC, aunque, en última instancia, su financiación podría proceder indirectamente de los hogares, a través de contribuciones obligatorias a un sistema público de asistencia sanitaria. Sin embargo, el IAPC incluye los gastos de los hogares en bienes y servicios de consumo frecuente, incluidas las cantidades fijas o las cuotas pagadas directamente por los hogares beneficiarios por bienes y servicios proporcionados como prestaciones en especie. El tratamiento de estas partidas varía considerablemente en los IPC nacionales. Asimismo, se decidió que la implantación de pagos directos por parte de los consumidores por partidas proporcionadas anteriormente como prestaciones en especie gratuitas debería considerarse como un aumento de los precios en el IAPC. Por el contrario, la eliminación de un pago por parte del consumidor a favor de una prestación en especie se consideraría con una reducción de los precios⁶. Así pues, es necesario analizar la evolución del IAPC en relación con otros indicadores de precios, como el consumo público y el deflactor del PIB, dado que, pese a su amplia cobertura, un índice de precios de consumo sólo arroja luz sobre una determinada parte de la demanda final en la economía.

Dejando de lado estas diferencias, el IAPC tiene varias similitudes conceptuales con los IPC nacionales. Ambos tipos de índices incluyen los bienes de consumo duradero y no duradero y los servicios, y recogen los gastos cotidianos (compra del pan), los gastos regulares (pago del alquiler mensual) y los gastos poco frecuentes (adquisición de un coche). Los índices reflejan los precios de compra cobrados en los establecimientos, incluidos el IVA y otros impuestos indirectos.

5 Artículo 3 del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo.

6 Un ejemplo es la reforma sanitaria alemana, llevada a cabo en enero del 2004, que elevó la tasa de inflación medida por el IAPC de ese país, desde el 0,6% al 1,2%, en aquel mes. El ejemplo contrario es la abolición del canon televisivo en Bélgica (2002-2003) y en los Países Bajos (2000), que rebajó las tasas de inflación medidas por los IAPC nacionales, en 0,3 puntos porcentuales y 0,6 puntos porcentuales, respectivamente.

El IAPC mide las variaciones medias de los precios de los bienes y servicios, comparando el gasto de una cesta representativa registrado en el período analizado con el observado en un período de referencia. Esta cesta y sus porcentajes de gasto se mantienen fijos durante (al menos) un año, por lo que, en ese período, la evolución del IAPC refleja variaciones de precios que no se ven afectadas por hábitos de consumo cambiantes. Para ser representativos de los recientes patrones de gasto de los consumidores, los porcentajes de gasto han de actualizarse con una frecuencia suficiente. Se utiliza un índice de tipo Laspeyres para casi todos los índices de precios de consumo existentes.

2.3 ELABORACIÓN DEL IAPC

MUESTREO Y RECOGIDA DE DATOS DE PRECIOS

Los institutos nacionales de estadística recogen mensualmente los datos de precios de una muestra de varios centenares de bienes y servicios predefinidos, seleccionados de forma que representen todos los productos adquiridos por los hogares a efectos de consumo. Las muestras incluyen varios precios para cada partida, correspondientes a variantes de cada partida en distintos establecimientos y diferentes áreas. Por ejemplo, se recogen los precios de ordenadores no sólo en tiendas de informática, sino también en supermercados, así como en ofertas de pedidos por correo o por Internet, y se consideran variantes como ordenadores de mesa y portátiles. En total, los IAPC se obtienen a partir de cerca de 1,4 millones de precios recogidos cada mes en la zona del euro.

CÁLCULO DE LAS VARIACIONES DE PRECIOS

El IAPC mide las variaciones de precios «en sentido estricto» a lo largo del tiempo. Para ello, ha de compararse el precio actual de un producto con el precio del mismo producto en el período de referencia. Cuando las características de un producto (tamaño o prestaciones técnicas) cambian con el tiempo, se ajustan los precios observados por estas diferencias en las especificaciones o la calidad del producto para obtener la variación de precio en sentido estricto. Para el ajuste por la calidad, los institutos nacionales de estadística utilizan varios métodos, como valoraciones de los expertos, técnicas de regresión («métodos hedónicos») o esti-

maciones de las variaciones de precios en sentido estricto derivadas de las de productos similares en los que la calidad no ha cambiado. Si bien el efecto de las variaciones de calidad es habitualmente pequeño en numerosas partidas del IAPC (mantequilla), puede ser más acusado en algunas otras (automóviles, ordenadores), por lo que es fundamental contemplar un enfoque armonizado de los ajustes por la calidad.

ELABORACIÓN DEL ÍNDICE

El IAPC de los distintos países de la zona del euro se calcula como la media ponderada de los índices de precios de numerosos grupos de productos, utilizando como ponderaciones los respectivos porcentajes de cada grupo en el gasto de los hogares en bienes y servicios incluidos en el IAPC. La información empleada para calcular las ponderaciones de los grupos de productos en el IAPC se recoge, básicamente, a través de encuestas sobre los presupuestos de los hogares y se contrasta con datos procedentes de otras fuentes (estadísticas de ingresos tributarios, cuentas nacionales). Esta información es representativa del gasto medio de los hogares a escala nacional y recoge, para cada país, los hábitos nacionales de consumo, que pueden depender de los estilos de vida, las tradiciones culturales u otros factores, como la disponibilidad de los productos. En la fase final, el IAPC de la zona del euro se calcula como la media de los IAPC nacionales de los doce países de la zona, ponderados por sus porcentajes relativos de gasto de consumo de los hogares respecto al total de la zona del euro. El cuadro 1 ofrece una panorámica de los porcentajes de gasto, desglosados por países de la zona y por principales grupos de productos, que se utilizan en la actualidad para elaborar las cifras del IAPC del 2005.

Para la zona del euro, los principales grupos son los alimentos, la vivienda y el transporte, que representan, cada uno, cerca de una sexta parte del consumo total. Con frecuencia, las ponderaciones nacionales de los principales grupos de gasto difieren de forma significativa de los porcentajes medios de gasto de la zona, lo que refleja disparidades entre los países, en cuanto a las preferencias de los consumidores y a los niveles de precios. El mismo concepto de IAPC explica algunas de las

Cuadro 1 Ponderaciones del IAPC de la zona del euro por países y principales productos (2005)

(en porcentaje del IAPC general)													
	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	Zona del euro
Porcentaje de la zona del euro	3,3	29,0	2,7	11,4	20,7	1,3	19,2	0,3	5,2	3,1	2,1	1,6	100
Ponderaciones del IAPC													
Alimentos y bebidas no alcohólicas	16,8	11,5	18,0	22,1	16,9	14,5	16,6	10,6	12,1	13,0	18,5	15,8	15,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,4	5,0	5,1	3,8	4,0	8,8	3,0	14,9	4,0	3,1	3,0	5,7	4,2
Artículos de vestir y calzado	6,5	5,9	12,2	9,7	5,9	4,5	10,6	5,4	6,1	6,3	6,8	5,4	7,4
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	16,1	21,8	9,5	10,2	14,5	8,5	9,7	8,7	16,1	14,6	9,4	15,2	15,0
Mobiliario, equipamiento del hogar y gastos corrientes de conservación de la vivienda	7,5	7,4	7,0	5,8	6,4	4,2	10,6	9,6	8,2	7,4	7,6	5,6	7,6
Sanidad	3,9	4,7	5,6	2,4	4,2	3,1	3,9	1,4	5,1	4,1	5,1	5,2	4,1
Transporte	13,5	15,2	13,4	13,8	17,8	14,0	14,1	22,0	14,2	15,1	18,9	16,3	15,3
Comunicaciones	2,9	2,5	2,3	2,1	3,2	2,0	3,2	1,8	3,6	2,7	3,0	3,1	2,8
Actividades culturales y recreativas	13,2	11,5	4,5	6,8	9,6	11,7	7,3	8,5	11,3	11,2	4,8	11,5	9,5
Educación	0,5	0,8	2,0	1,8	0,5	1,9	1,1	0,4	0,7	1,0	1,6	0,7	1,0
Hostelería	8,9	5,5	14,9	16,4	7,3	20,7	11,3	8,7	7,0	14,7	15,4	8,7	9,5
Otros bienes y servicios	6,9	8,1	5,5	5,1	9,8	6,1	8,7	8,1	11,7	6,8	6,1	6,9	8,2

Fuente: Eurostat.

diferencias más pronunciadas que presentan las ponderaciones. El elevado porcentaje de gasto en servicios de hostelería que se observa en los IAPC de Grecia, España, Irlanda, Austria y Portugal refleja el gasto de los turistas extranjeros incluido en aquellos IAPC. Las diferencias en las ponderaciones de la vivienda son consecuencia de que el IAPC sólo incluye los alquileres pagados por los inquilinos, que varían dependiendo de la importancia de los mercados nacionales, pero no los gastos realizados por los propietarios que ocupan su vivienda (véase recuadro 2). Las disparidades

en lo relativo a sanidad y educación son resultado de la distinta medida en que estos servicios son proporcionados por las Administraciones Públicas como prestaciones en especie o son pagados directamente por los consumidores.

Los hábitos de consumo del IAPC reflejan el gasto medio de los hogares. Sin embargo, según los hábitos de consumo de los individuos o de grupos de hogares, la inflación podrá diferir de esta media. La posible incidencia de estas diferencias se analiza en el recuadro 1.

Recuadro 1

CESTAS ESPECÍFICAS DE BIENES Y SERVICIOS DE CONSUMO E INFLACIÓN OBSERVADA

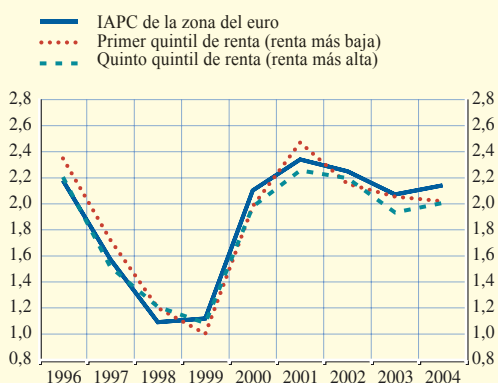
El análisis de la inflación observada y la inflación percibida ha puesto de manifiesto las diferencias existentes entre las cestas utilizadas para las estadísticas oficiales de precios de consumo y las relativas a consumidores individuales y a grupos específicos de consumidores. En este recuadro se presenta una simulación de la incidencia que distintas cestas y diferentes patrones de gasto pueden tener en la inflación, en comparación con la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

La inflación medida por los precios de consumo se calcula para cuatro distintos tipos hipotéticos de hogares. Por motivos de disponibilidad de datos, se han efectuado estos cálculos con un mayor grado de agregación que el que se utiliza habitualmente para el IAPC y se han mantenido las mismas ponderaciones de gasto para todo el período considerado. Cabe observar que estos supuestos menoscaban, en cierta medida, la calidad de las simulaciones.

Los porcentajes de gasto correspondientes a los dos primeros tipos de hogares, que reflejan los hábitos de consumo de distintos grupos de renta, fueron calculados a partir de los datos de la encuesta sobre los presupuestos de los hogares realizada por Eurostat en 1999 para toda la zona del euro. Los datos publicados sobre la estructura del gasto de consumo se agrupan en quintiles de renta¹, de los que se han utilizado el primero (renta más baja) y el quinto (renta más alta) para el cálculo de las tasas de inflación de estos dos tipos específicos de hogares, basándose en el supuesto de que las diferencias más significativas en cuanto a los hábitos de consumo se registran entre estos dos grupos de renta. En algunas partidas se observan importantes disparidades en los porcentajes de gasto. El consumo de alimentos y bebidas no alcohólicas por parte de los hogares con la renta más baja representa el 21,1% de su cesta de gasto, frente a sólo el 13,2% en los hogares con la renta más alta. Los resultados de la simulación muestran que, entre los años 1996 y 2004, las disparidades en los porcentajes de consumo se tradujeron en ligeras diferencias, de 0 a 0,2 puntos porcentuales por año, en las tasas de inflación de los hogares. Sin embargo, si se calcula el promedio para el conjunto del período, estas diferencias se compensan prácticamente (véase gráfico A).

Gráfico A Inflación de los hogares con la renta más baja y con la renta más alta

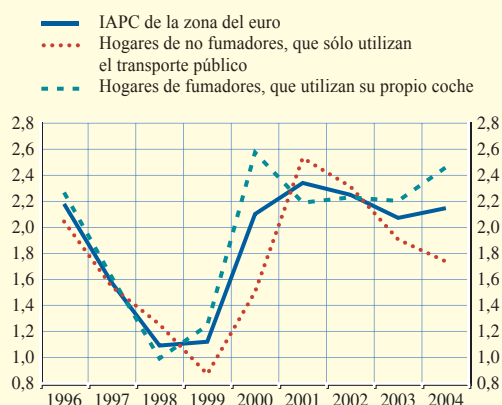
(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Inflación de los hogares por determinados productos

(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Otro ejemplo muestra el efecto que pueden tener en la inflación de los hogares determinados productos cuyas preferencias individuales de consumo suelen diferir sustancialmente. Se simularon los efectos de distintas preferencias en cuanto a tabaco y transporte. El primer caso elegido fue el de un hogar de no fumadores, que sólo utilizan el transporte público (sin gastos en coches particulares, reparaciones o gasolina, pero con el doble del gasto medio en transporte público). El segundo caso fue el de un hogar de fumadores, que siempre utilizan su propio coche (sin gastos en transporte público, pero con el doble del gasto medio en tabaco y transporte particular). Para el año 2004, en el que la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1%, el primer tipo de hogares hubiera experimentado una inflación media anual del 1,7%, mientras que el segundo hubiera alcanzado el 2,5% (véase gráfico B).

¹ Intervalos ordenados de renta que corresponden, cada uno, a una quinta parte del conjunto de hogares.

Distintos hábitos de consumo sólo dan lugar a una evolución diferente del poder adquisitivo de determinados tipos de hogares si las variaciones de precios de los productos considerados se apartan de la variación media de precios del índice general. Esto es lo que ha ocurrido con las partidas seleccionadas en el presente análisis, debido, en particular, a los aumentos de los impuestos sobre el tabaco y de los precios de la gasolina registrados en los últimos años. Sin embargo, en muchas otras partidas del gasto de consumo no se observan habitualmente diferencias tan acusadas, y es previsible que otras variaciones en la composición de cestas específicas entrañen diferencias menos pronunciadas entre la inflación de los hogares y la inflación media medida por el IAPC.

PUBLICACIÓN Y DISPONIBILIDAD DE LOS DATOS

En 29 países europeos (los Estados miembros de la UE más Bulgaria, Rumanía, Islandia y Noruega) se elaboran IAPC mensuales. Desde mayo de 1998, además de los resultados relativos a la UE, Eurostat publica el IAPC de la zona del euro, así como un avance de este índice, basado en estimaciones del IAPC de Alemania, España e Italia, en datos del IPC nacional de Bélgica y en información preliminar sobre la evolución de los precios de la energía. El avance se publica, por lo general, el último día del mes de referencia, mientras que los resultados completos del IAPC de la zona del euro se publican unos 18 días después del final del mes de referencia. Estas publicaciones han resultado ser fiables y han requerido escasas revisiones.

Los IAPC se publican según la clasificación del consumo individual por finalidades (COICOP/IAPC) y recogen también subagregados adicionales de bienes y servicios (alimentos elaborados y no elaborados, energía). En total, existen cerca de 160 subíndices para los agregados de la UE y de la zona del euro y para cada uno de los 29 países. Pueden consultarse los datos del IAPC y las tasas de variación en la dirección de Eurostat en Internet⁷. A partir de estos datos, el BCE elabora los IAPC desestacionalizados de la zona del euro (véase la información correspondiente en el cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual y en la dirección del BCE en Internet).

2.4 PRECISIÓN Y MEDICIÓN

El estudio de la precisión y de los posibles sesgos de los índices de precios de consumo pone

de manifiesto cuatro principales problemas de medición:

- Las cestas y las ponderaciones de gasto se mantienen constantes a lo largo de un determinado período (habitualmente, de uno a cinco años). Sin embargo, cuanto más tiempo se mantengan fijas las cestas y las ponderaciones, menos representativas serán del gasto corriente de consumo.
- Los precios de los nuevos productos, en particular de los aparatos electrónicos para el hogar, tienden a bajar después de su introducción en el mercado. Si los nuevos productos no se incluyen rápidamente en la cobertura, parte de esta reducción del precio no se tendrá en cuenta. Por el contrario, los «viejos» productos cuya cuota de mercado ha llegado a ser insignificante pueden ofrecerse a precios rebajados. Si estos productos obsoletos se mantienen en la muestra durante demasiado tiempo, el índice podría quedar sesgado a la baja.
- Es difícil identificar el efecto que los cambios en la calidad pueden tener en las variaciones de precios. Si los métodos de ajuste por la calidad carecen de precisión, podría producirse un ajuste insuficiente o excesivo. La dirección y la magnitud del cambio de calidad y cualquier posible sesgo correspondiente del índice pueden diferir según los productos y los países.
- Los nuevos establecimientos pueden ofrecer bienes y servicios a precios más reducidos. Si los

⁷ <http://epp.eurostat.cec.eu.int>.

cambios en la composición de los establecimientos no se reflejan adecuadamente en la muestra, las variaciones de precios podrían sobreestimarse.

Cabe observar que la incidencia de estos factores puede variar con el tiempo y puede depender, por ejemplo, de la innovación técnica y de cambios en la estructura de los establecimientos. La teoría y la investigación sugieren que, en conjunto, estos factores pueden dar lugar a un sesgo alcista muy limitado en los índices de precios de consumo existentes. Teniendo en cuenta estos problemas de medición, varios de los métodos descritos anteriormente consideran explícitamente las posibles fuentes de sesgos, en particular las reglas de actualización de las ponderaciones, de inclusión de nuevos productos y de ajuste por la calidad. No obstante, será necesario seguir trabajando, a fin de mejorar los métodos de ajuste por la calidad utilizados para los IAPC (véase sección 4).

3 EVOLUCIÓN DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO: EXPERIENCIA ACUMULADA

El BCE efectúa un atento seguimiento y un análisis de la evolución del IAPC. Tras descender de forma sostenida en los años noventa, como consecuencia del proceso de convergencia que se llevó a cabo en el pe-

ríodo previo a la tercera fase de la EMU, la inflación de la zona del euro comenzó a elevarse, con una media anual que pasó del 1,1% en el año 1999 a cerca del 2,3% en el 2001 y 2002. Desde entonces, la inflación ha fluctuado en torno al 2% (véase gráfico 1).

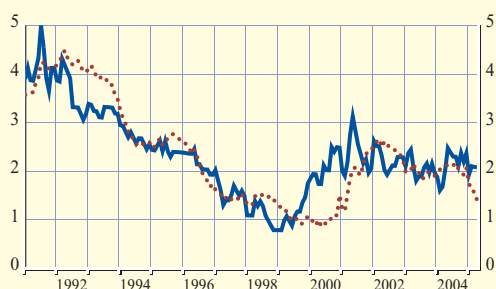
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DEL IAPC

A los efectos del análisis económico, el IAPC puede desglosarse en cinco principales componentes: energía (electricidad, gas, combustibles líquidos y sólidos y lubricantes, calefacción), alimentos no elaborados (carne, pescado, fruta fresca, hortalizas), alimentos elaborados (pan, leche, bebidas, tabaco), bienes industriales no energéticos (artículos de vestir y calzado, mobiliario, electrodomésticos, medicamentos, automóviles, ordenadores personales, televisores) y servicios (alquileres y reparaciones, servicios culturales, recreativos y médicos). Es conocido que los precios de la energía y de los alimentos no elaborados muestran una volatilidad mucho más acusada que otras categorías de precios, ya que vienen determinados por mercados en los que las perturbaciones de la oferta pueden influir de forma significativa. Por ejemplo, la volatilidad del componente de alimentos no elaborados se relaciona con frecuencia con las repercusiones de las condiciones meteorológicas en las cosechas.

Gráfico 1 IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

— IAPC
 IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados

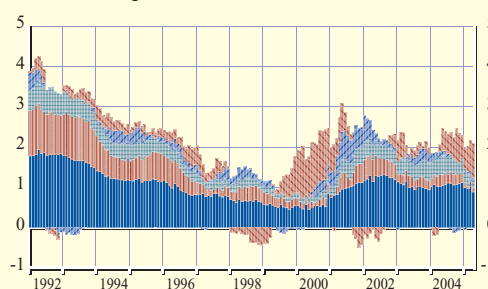


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos anteriores a 1996 son estimaciones basadas en los IPC nacionales.

Gráfico 2 Contribuciones a la inflación medida por el IAPC

(en puntos porcentuales del IAPC)

— Servicios
 ■ Bienes industriales no energéticos
 ■ Alimentos elaborados
 ■ Alimentos no elaborados
 ■ Energía



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 2 Datos estadísticos básicos de los principales componentes del IAPC de la zona del euro

Descripción	Ponderaciones del IAPC (%)	Media		Desviación típica		Contribución media a variaciones del IAPC	
		(tasas de variación interanual)		(en puntos porcentuales)		(en puntos porcentuales)	
	2005	1992-1998	1999-2004	1992-1998	1999-2004	1992-1998	1999-2004
Energía	8,6	1,5	4,2	2,2	5,5	0,2	0,3
Alimentos no elaborados	7,6	1,4	2,4	1,6	2,8	0,2	0,2
Alimentos elaborados	12,0	2,6	2,5	1,0	1,1	0,3	0,3
Bienes industriales no energéticos	30,8	1,8	0,8	0,9	0,4	0,5	0,3
Servicios	41,0	3,6	2,3	1,3	0,6	1,1	0,9
IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados	83,8	2,8	1,8	1,1	0,6	1,9	1,5
IAPC general	100,0	2,4	2,0	0,9	0,5	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos anteriores a 1996 son estimaciones basadas en los IPC nacionales. La desviación típica correspondiente a los años 1992-1998 está determinada, en parte, por la elevada volatilidad observada en el primer año de la muestra.

Un examen detallado de las contribuciones de los cinco componentes del IAPC pone de relieve una coincidencia inusual de fuertes perturbaciones, que afectaron especialmente a los componentes más volátiles entre los años 2000 y 2004 (véase gráfico 2). En el 2000, la contribución del componente energético al IAPC general se situó en 1,1 puntos porcentuales, muy por encima de su media histórica (véase cuadro 2). Este incremento fue reflejo de la subida del 200% de los precios del petróleo en dólares que se observó a lo largo del año y a la que se sumó la depreciación del 30% del euro frente al dólar. Como resultado de estas marcadas fluctuaciones de los precios del petróleo, la volatilidad del componente energético ha ido creciendo de forma significativa desde 1999. El gráfico 2 ilustra también el excepcional repunte de los precios de los alimentos registrado en el 2001, tras la aparición de los casos de encefalopatía espongiforme bovina (EEB) y de fiebre aftosa en algunos países de la zona del euro. Por último, en el 2002 aumentó temporalmente la contribución de los precios de los servicios, especialmente en los servicios recreativos y personales. Este ascenso puede explicarse, en parte, por la introducción de los billetes y monedas en euros, ya que, según las estimaciones de Eurostat, el impacto del cambio de moneda contribuyó en 0,1 a 0,3 puntos porcentuales a la tasa de inflación medida por el IAPC en el 2002.

Varias de las recientes perturbaciones que afectaron a la inflación tuvieron una incidencia directa,

generalmente de carácter temporal, en la tasa de inflación medida por el IAPC, aunque pueden haber provocado, en algunos casos, efectos indirectos en otros precios. Algunas de estas perturbaciones fueron excepcionalmente importantes o inusuales (como las subidas de los precios del petróleo en el 2000 y la crisis de la EEB en el 2001). Un análisis más detallado de la evolución del IAPC ayuda a distinguir el impacto de factores volátiles, y posiblemente temporales, de otros aumentos de precios más generales, que han de tenerse más en cuenta en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios.

CONTRIBUCIONES AL IAPC EXCLUIDOS LOS ALIMENTOS NO ELABORADOS Y LA ENERGÍA

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los componentes más volátiles (los alimentos no elaborados y la energía), puede desagregarse en dos, para señalar la contribución de los precios de los bienes y la de los precios de los servicios.

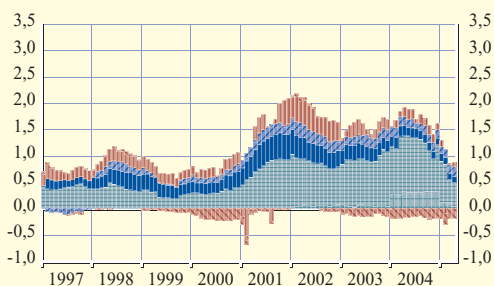
El gráfico 3a detalla la contribución a la inflación en los precios de los bienes no energéticos desde 1997. La desagregación revela algunos hechos interesantes. Los precios de los alimentos elaborados fueron un componente básico de la inflación. El incremento de la contribución de los precios de los alimentos elaborados registrado en el 2001 y 2002 está relacionado con el efecto de contagio que el aumento del precio de la carne tuvo en los

Gráfico 3 Contribuciones a la inflación interanual medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados

(en puntos porcentuales)

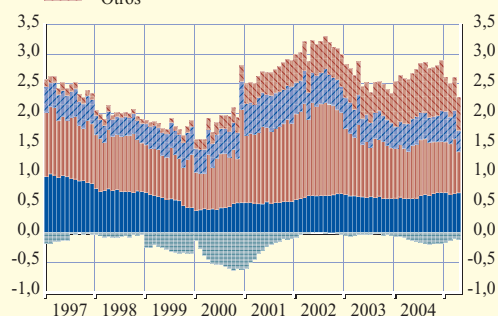
(a) Contribuciones a la inflación en los precios de los bienes

- Equipamiento del hogar
- Artículos de vestir y accesorios
- Alimentos elaborados
- Vehículos personales (incl. repuestos y accesorios)
- Medicamentos
- Otros (incl. bienes para usos deportivos y recreativos)



(b) Contribuciones a la inflación en los precios de los servicios

- Vivienda
- Recreativos y personales
- Comunicaciones
- Transporte
- Otros



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

precios de los alimentos elaborados, tras las crisis de la EEB y de la fiebre aftosa. La contribución negativa del componente de otros bienes es debida a la tendencia decreciente de los precios de varios productos electrónicos (equipos fotográficos, informáticos y de grabación). Por último, cabe observar el aumento de la contribución de los precios de los medicamentos observado en el 2004, como consecuencia, principalmente, de la reforma sanitaria alemana.

A su vez, el gráfico 3b detalla la contribución a la inflación en los precios de los servicios. La mayor contribución procedió de los servicios recreativos y personales, que incluyen, entre otros, los precios de los servicios deportivos y culturales, las vacaciones organizadas, la hostelería y las peluquerías. La contribución de esta categoría de servicios aumentó ligeramente en el 2001 y 2002 y parte de este incremento estuvo relacionada con la introducción de los billetes y monedas en euros. Sin embargo, en el 2003 y 2004 la contribución de los servicios recreativos y personales volvió gradualmente a su media histórica. Desde el año 2000, la contribución de los servicios de vivienda (alquileres, suministro de agua, tratamiento de aguas residuales, recogida de residuos, reparaciones, mantenimiento, seguros) ha mostrado una tendencia paulatina al alza. Los servicios de comunicaciones

(telefonía) tuvieron una contribución negativa a la inflación en los servicios, dada la tendencia a la baja de los precios observada especialmente en los años 1999 y 2000, como consecuencia de los avances tecnológicos y de la desregulación iniciada en 1998. Finalmente, cabe destacar la creciente contribución del componente de otros precios de servicios registrada en los últimos años. Esta categoría del IAPC, que comprende los servicios financieros, se amplió en el 2000 y 2001 para incluir los servicios de asistencia sanitaria, educación y protección social, lo que supuso una ruptura en la serie. El desglose más detallado y completo de esta categoría disponible desde el 2001 muestra un aumento del componente de asistencia sanitaria, del que procede la mayor contribución.

En resumen, un examen en profundidad del IAPC ofrece un cuadro detallado de la inflación, poniendo de relieve su composición y sus tendencias subyacentes. Este análisis detallado destaca la coincidencia bastante inusual de perturbaciones exógenas al alza que afectan a la inflación desde el año 2000, además de poner de manifiesto la contribución negativa de algunos bienes (equipos electrónicos) y servicios (comunicaciones). Sin embargo, en algunos casos el desglose disponible de productos del IAPC no ha resultado ser del todo suficiente para el análisis. Durante la crisis de la EEB, hubiera sido útil poder distinguir en-

tre el precio de la carne de vaca y el de otros tipos de carne. Por lo tanto, la inclusión en el IAPC de la zona del euro de datos adicionales sobre los productos podría ayudar a identificar mejor las razones concretas de las variaciones de precios de los subíndices.

IAPC Y PERCEPCIONES ACERCA DE LA INFLACIÓN

En general, las propiedades estadísticas del IAPC, su grado de comparabilidad entre los países de la zona del euro y su posible nivel de desagregación contribuyen claramente a proporcionar un cuadro coherente de la inflación. Sin embargo, en el 2002, aunque no se registraron sustanciales variaciones en la inflación medida por el IAPC, la estrecha relación existente anteriormente entre la inflación percibida por los consumidores y la inflación observada se quebrantó. El gráfico 4 muestra el indicador de percepciones acerca de la inflación que corresponde a la diferencia entre la proporción ponderada de encuestados que responden que los precios de consumo han subido «mucho», «moderadamente» y «ligeramente» en los doce últimos meses y la proporción ponderada de los que contestan que los precios han bajado o que se han mantenido aproximadamente igual durante el mismo período. Así pues, este indicador se presenta en forma de estadística de saldos y proporciona una información cualitativa sobre el cambio de dirección de la percepción de la inflación en los doce últimos meses.

La ruptura de la relación entre la inflación percibida por los consumidores y la inflación observada medida por el IAPC coincidió con la introducción de los billetes y monedas en euros en enero del 2002 y se han esgrimido varios argumentos relacionados con el cambio de moneda para explicar esta divergencia repentina y su persistencia⁸. Cabe esperar que los consumidores estén bien informados sobre las variaciones efectivas de precios por su propia experiencia, pero en este caso parecen haber influido de forma significativa la pérdida bastante brusca de los puntos de referencia tradicionales que proporcionaban las monedas nacionales, así como las dificultades de adaptación a la nueva moneda.

En particular, las percepciones de los consumidores tienden a formarse cuando éstos asignan ponderaciones «subjetivas» más altas a los pequeños gastos que realizan frecuentemente. Un subíndice que reúne una selección de bienes y servicios de consumo frecuente (alimentos, transporte, consumiciones en restaurantes

Gráfico 4 Inflación percibida por los consumidores e inflación observada medida por el IAPC



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

y cafeterías) revela, efectivamente, una relación algo más estrecha con los indicadores de percepciones de los consumidores acerca de la inflación incluidos en las encuestas y, especialmente, unos aumentos de precios relativamente más pronunciados en la época de la introducción de los billetes y monedas en euros en enero del 2002.

Con el tiempo, los ciudadanos se han ido acostumbrando paulatinamente al euro, lo que explicaría la posterior reducción gradual de la brecha entre la inflación percibida y la inflación observada. Hay que señalar también que la percepción de los consumidores de que la inflación es más elevada de lo que sugieren las estadísticas oficiales contrasta con la valoración de los expertos, cuyo análisis de los problemas de medición en las estadísticas de precios de consumo se centra en los posibles sesgos al alza de los índices correspondientes.

4 MEJORAS PRIORITARIAS DEL IAPC

Eurostat y los institutos nacionales de estadística están trabajando en dos aspectos del IAPC que requieren mejoras de forma prioritaria: la aplicación de métodos de ajuste por la calidad totalmente armonizados y la incorporación del gasto de vivienda en régimen de propiedad a la cesta de consumo del IAPC.

⁸ Para más detalles, véanse los recuadros sobre las percepciones acerca de la inflación en la zona del euro en los Boletines Mensuales de julio del 2002, octubre del 2003 y abril del 2005

De momento, sólo existen reglas comunes de ajuste por la calidad, de carácter general, que establecen normas mínimas. En muchos casos, métodos relativamente sencillos proporcionan resultados fiables a costes razonables. Sin embargo, para algunos bienes y servicios se necesitan enfoques más complejos, que suelen requerir conjuntos de datos más amplios, con información detallada y actualizada sobre variaciones en las características de los productos y las cuotas de mercado. El desarrollo y la aplicación de estas técnicas es intensivo en recursos y su implantación de forma comparable en todos los países de la zona del euro presenta dificultades adicionales. Por este motivo, en los últimos años Eurostat y los institutos nacionales de estadística han formulado recomendaciones más detalladas sobre el ajuste por la calidad de grupos específicos de productos, que van desde los aparatos electrónicos de alta tecnología (ordenadores personales) a otros bienes de consumo duradero y semiduradero (automóviles, artículos de

vestir, libros). Es esencial que estas recomendaciones sean adoptadas en el marco de la UE y que se pongan en práctica en todos los países de la zona del euro. Ello requerirá un mayor grado de armonización y coordinación de los datos básicos utilizados para los IAPC, que podrá conseguirse en el futuro a través de nuevas formas de cooperación entre los institutos nacionales de estadística, que están actualmente en fase de estudio. Así, se contempla agrupar en «centros de excelencia» algunos institutos nacionales de estadística con experiencia, que desarrollarían métodos comparables y guiarían su aplicación en todos los países.

Una segunda prioridad es la inclusión de la vivienda en régimen de propiedad. La medición de este componente no es fácil y los expertos discrepan con frecuencia sobre si debería incluirse en un índice de precios de consumo y cómo debería hacerse. En el recuadro 2 se analiza este tema de forma más detallada.

Recuadro 2

TRATAMIENTO DE LAS VIVIENDAS OCUPADAS POR SUS PROPIETARIOS EN EL IAPC

El tratamiento del gasto en vivienda por parte de los propietarios de las mismas es uno de los aspectos más difíciles que presenta la elaboración de los índices de precios de consumo. Dado el peso de este componente en el gasto de consumo, la utilización de métodos distintos puede dar lugar a resultados sensiblemente diferentes. Aunque el gasto de los inquilinos (de los que el alquiler es uno de los elementos más importantes) está incluido en el IAPC, la cobertura del índice no comprende, en la actualidad, la mayor parte del gasto en vivienda por parte de los propietarios que la ocupan ellos mismos, es decir, el gasto de éstos en la adquisición de la vivienda¹. Así pues, el BCE acoge con satisfacción el trabajo que está desarrollando Eurostat con vistas a incluir en el IAPC un componente de viviendas ocupadas por sus propietarios.

El porcentaje de ocupación de las viviendas por sus propietarios difiere sustancialmente en los países de la zona del euro, tal y como puede apreciarse en el cuadro, que muestra el porcentaje de hogares que ocupan su propia vivienda, así como el porcentaje de alquileres en el gasto del IAPC.

En general, en países de la zona del euro con un alto porcentaje de propietarios que ocupan su vivienda la ponderación del alquiler en el IAPC nacional es reducida (España, Irlanda), mientras que es relativamente elevada en países con un porcentaje relativamente escaso de viviendas ocupadas por sus propietarios (Alemania, Países Bajos). A la luz de estas diferencias, los IAPC de países con un alto porcentaje de alquileres tienden a reflejar un mayor porcentaje de los costes totales reales de vivienda en que incurren los hogares. Por el contrario, los IAPC de países con un bajo porcentaje de alquileres tienden a no recoger una importante proporción de los costes reales de vivienda de los hogares. Por lo tanto, la ampliación de la cobertura del IAPC permitiría una mayor comparabilidad general del índice a escala internacional.

¹ Tanto para los propietarios que ocupan su vivienda como para los inquilinos se incluyen algunos gastos adicionales relacionados con la vivienda (recogida de residuos, calefacción, conservación de la vivienda).

Porcentaje de propietarios que ocupan su vivienda y de alquileres en los países de la zona del euro

País	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
Porcentaje de propietarios que ocupan su vivienda (% de todos los hogares)	69,8	42,6	74,0	84,3	56,1	77,4	72,8	71,8	54,2	57,3	75,7	58,0
Porcentaje de alquileres en el gasto del IAPC	6,4	10,9	3,3	2,6	6,6	2,5	2,7	3,5	7,5	3,9	2,0	7,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los porcentajes de propietarios que ocupan su vivienda se refieren al 2002 o al año más reciente para el que existen datos disponibles. Los porcentajes de alquileres reflejan las ponderaciones del IAPC correspondientes al 2005.

Para el tratamiento de las viviendas ocupadas por sus propietarios existen varias opciones, todas ellas utilizadas en alguno de los IPC nacionales no armonizados. El *enfoque de la utilización* intenta medir la variación del valor del flujo de servicios de vivienda consumidos por los propietarios que la ocupan. Una de las variantes que se emplea con frecuencia a estos efectos es el alquiler pagado por los inquilinos por viviendas similares. En otra variante se mide el coste del capital inmovilizado en la vivienda en propiedad. El *enfoque del pago* estima los desembolsos efectivos realizados por los propietarios que ocupan su vivienda, incluidos los pagos de intereses hipotecarios y la amortización de préstamos hipotecarios. Por otro lado, varios países han decidido excluir de sus estadísticas de IPC las viviendas ocupadas por sus propietarios, al considerar que la adquisición de activos como las viviendas no cae dentro del alcance de su índice de precios de consumo.

Dado que los IAPC tienen por objeto medir las variaciones de precios de los bienes y servicios de consumo adquiridos por los hogares, se está estudiando un concepto alternativo, el *enfoque de la adquisición neta*. Este método incluye los precios de las viviendas adquiridas por los hogares y todos los costes de transacción relacionados, y excluye el componente de precio del solar, ya que se considera que el suelo no es un bien de consumo. Eurostat está llevando a cabo un estudio de viabilidad de este enfoque, en colaboración con los institutos nacionales de estadística. Está previsto que los países de la UE elaboren unas estimaciones adecuadas de las viviendas ocupadas por sus propietarios y unos índices de precios de la vivienda. Asimismo, cabe esperar que se adopte, antes del 2008, una decisión sobre la inclusión o no de este componente en el IAPC de la zona del euro.

Además de estas dos prioridades, desde el punto de vista del BCE sería deseable llevar a cabo otras mejoras. Por ejemplo, habría de lograrse una mayor armonización en la frecuencia de actualización de las cestas de consumo y de los porcentajes de gasto. Asimismo, existe actualmente el proyecto de desarrollar un IAPC en que se excluya el impacto de variaciones de los impuestos indirectos. Este trabajo debería proporcionar un indicador suplementario, que estaría disponible a partir del 2006 y que serviría para mejorar el análisis del impacto de variaciones de los impuestos en la tasa de inflación.

Por otra parte, convendría conseguir un mayor grado de coordinación en la publicación de los

IAPC nacionales, que se extiende, en estos momentos, a lo largo de unas dos semanas. El BCE celebraría que se alcanzara una mayor puntualidad en la publicación de los indicadores nacionales y europeos.

5 CONCLUSIONES

Dado que el IAPC desempeña una función primordial para todos los agentes económicos de la zona del euro, su calidad es de la mayor importancia. En el presente artículo se han analizado los avances realizados hacia la obtención de un índice de precios de consumo con un grado suficiente de

armonización para todos los países de la UE. El IAPC es, sin duda, la mejor medida disponible de las variaciones de precios de los bienes y servicios adquiridos por los hogares de la zona del euro. Este índice, que ofrece una detallada cobertura del gasto de consumo, se compila a partir de más de un millón de observaciones de precios recogidas mensualmente en los doce países de la zona del euro. Todos los países de la UE elaboran IAPC nacionales basados en las normas europeas y conformes a las recomendaciones internacionales. Ningún otro indicador de precios de la zona del euro alcanza el grado de comparabilidad y precisión que se ha logrado en los IAPC.

Las características estadísticas del IAPC y su comparabilidad han hecho de este índice un indicador clave, que el BCE utiliza en su continuo análisis de la evolución de la inflación. La experiencia ha mostrado que el IAPC general se ha visto influido de forma significativa por algunas variaciones transitorias de los precios relativos, que no estaban necesariamente relacionadas con las presiones inflacionistas a medio plazo de la economía en su conjunto. En particular, un número inusual de perturbaciones tuvieron una incidencia al alza sobre la inflación medida por el IAPC general entre los años 2000

y 2004. La desagregación disponible del IAPC proporciona un cuadro detallado, que ayuda a distinguir entre las contribuciones de influencias volátiles y transitorias al IAPC y las tendencias generales de los precios. Pese a la reciente discrepancia entre la inflación percibida por los consumidores y la inflación observada medida por el IAPC, no existe evidencia de sesgos de medición en este índice.

Dos aspectos de los IAPC requieren mejoras de forma prioritaria: el ajuste por la calidad y la ampliación de la cobertura para incluir el gasto de consumo relativo a la vivienda en régimen de propiedad. Desde hace varios años se está trabajando en estas mejoras, cuya realización será prioritaria en los próximos años. Para alcanzar un mayor grado de armonización será necesario lograr una estrecha coordinación entre los institutos nacionales de estadística y Eurostat.

Por último, quizás haya llegado también el momento de revisar la relación entre el IAPC y los IPC nacionales, a fin de desarrollar un marco estratégico para el futuro. Este sistema permitiría potenciar la transparencia, comparabilidad y credibilidad de las estadísticas de precios de consumo en Europa.

LA ESTRATEGIA DE LISBOA CINCO AÑOS DESPUÉS

ARTÍCULOS

La estrategia de Lisboa cinco años después

En la reunión celebrada en Bruselas los días 22 y 23 de marzo de 2005, el Consejo Europeo dio por finalizada la revisión intermedia de la estrategia de Lisboa. La estrategia de Lisboa, iniciada por el Consejo Europeo en el año 2000, estableció una agenda detallada de reformas estructurales encaminadas a convertir a la UE en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». Cinco años después, el balance es, como mucho, desigual. Por ello, en la revisión intermedia los Jefes de Estado o de Gobierno propusieron que se reactivara sin tardanza la estrategia de Lisboa y que se procediera a reorientar sus prioridades hacia el crecimiento y el empleo. Para facilitar este proceso, el Consejo Europeo también adoptó un nuevo marco de gobierno, que pretende mejorar la aplicación de las reformas, tratando, entre otras cosas, que los países asuman como propia la estrategia de Lisboa. Con la simplificación del marco de gobierno y las nuevas prioridades de la agenda de Lisboa, la Unión Europea cuenta con un buen proyecto para desencadenar el potencial de crecimiento y de empleo de la UE. La atención debe dirigirse ahora a su puesta en práctica.

I INTRODUCCIÓN

En la reunión de Lisboa de marzo del 2000, el Consejo Europeo acordó una ambiciosa estrategia —la estrategia de Lisboa—, cuyo objetivo era convertir a la Unión Europea en el año 2010 en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible, con más y mejores empleos y con mayor cohesión social». La estrategia de Lisboa puede definirse como un amplio programa de reformas económicas, sociales y medioambientales, en el que se incluyen las medidas que se han de adoptar en el ámbito nacional y de la UE para mejorar el nivel de vida de los ciudadanos europeos.

Tras describir brevemente los motivos que dieron lugar a la adopción de esta estrategia, así como su contenido y su marco de gobierno, este artículo hace balance de los resultados de su aplicación y examina el relanzamiento de la estrategia, consecuencia de la revisión intermedia. Dada la amplitud de la estrategia de Lisboa, el artículo se centra sólo en algunos ámbitos concretos de la reforma económica. No se ocupa, por ejemplo, de los esfuerzos por crear un verdadero mercado único de servicios financieros, que constituye una parte importante de la estrategia de Lisboa¹. En el artículo tampoco se analizan los aspectos sociales y medioambientales de la estrategia.

2 MOTIVOS Y RAZONES

La estrategia de Lisboa se adoptó en el año 2000 en un entorno de altas tasas de crecimiento económico en Europa. Sin embargo, los Jefes de Estados o de Gobierno también reconocieron en la cumbre de Lisboa que la economía europea adolecía de una serie de debilidades. El desempleo era demasiado elevado y las tasas de empleo eran demasiado bajas. La UE iba a la zaga en lo que se refiere a su transición hacia una sociedad basada en el conocimiento. La distancia entre la UE y Estados Unidos en cuanto a los niveles de crecimiento económico y de productividad se estaba ampliando, lo que sugería que el comportamiento económico de los Estados miembros de la UE se encontraba por debajo de su nivel potencial. Se consideró que la puesta en marcha de la estrategia de Lisboa en un entorno macroeconómico sólido llevaría a la UE a alcanzar una tasa media de crecimiento económico cercana al 3%. Sin embargo, para conseguir este potencial y mantener, así, su elevado nivel de vida y sus logros sociales, la UE y sus Estados miembros tendrían que actuar con determinación, especialmente a la luz de los crecientes retos internos y externos.

La estrategia de Lisboa debe contemplarse en el marco de tres desafíos cada vez más acuciantes, que exigen una transformación radical de la eco-

¹ Para obtener una visión general de los avances realizados en el ámbito de los mercados financieros, véase el artículo titulado «Integración de los mercados financieros europeos», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003.

nomía europea. En primer lugar, la UE está expuesta a una competencia internacional cada día más intensa, debido a la creciente integración de las economías emergentes en la economía mundial. En segundo lugar, la aparición de la economía del conocimiento exige un esfuerzo concertado para mejorar la creación y difusión del capital científico, tecnológico e intelectual. Y, en tercer lugar, los importantes cambios demográficos asociados al envejecimiento de la población reducirán sustancialmente el potencial de crecimiento y ejercerán considerables presiones en la sostenibilidad fiscal de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria de los países de la UE, si no se acometen reformas.

En vista de estos desafíos, se precisan reformas estructurales para aumentar el crecimiento no inflacionista y el empleo, así como para mejorar la capacidad de la economía de ajustarse a circunstancias cambiantes. Al mejorar el funcionamiento de los mercados, las reformas estructurales pueden eliminar impedimentos al uso pleno y eficiente de los factores de producción. Facilitan, además, la adopción de innovaciones en el proceso de producción, potenciando así el crecimiento de la producción. Los canales a través de los cuales las reformas estructurales afectan a variables económicas, tales como el producto, el empleo y la productividad, son muy complejos. Sin embargo, se cuenta con considerable evidencia teórica y empírica del sustancial efecto positivo que las reformas estructurales tienen sobre las variables económicas². Por ejemplo, las reformas de los mercados de productos tienen el potencial de reducir las rentas de monopolio de los sectores protegidos anteriormente y de aumentar la competencia, provocando una mayor eficiencia y crecimiento de la productividad. Las reformas de los mercados de trabajo pueden ofrecer, entre otras cosas, mayores incentivos para participar en el mercado laboral. Además, unos mercados de trabajo más flexibles permiten que las empresas se ajusten con más rapidez a un entorno de mercado cambiante y contribuyen a que la demanda de trabajo se recupere con más celeridad después de sufrir una perturbación negativa, lo que mejora las perspectivas de empleo. También en los mercados financieros, las reformas estructurales tienen efectos macroeconómicos

beneficiosos. Una mayor competencia entre los proveedores de servicios financieros debería reducir los costes de transacción, aumentando con ello los incentivos a ahorrar (debido a los menores costes de financiación). Por último, la integración de los mercados financieros crea oportunidades para compartir mejor los riesgos entre países, lo que modera el impacto de cualquier perturbación asimétrica que se produzca en un país o rama de actividad concreta.

Además, hay evidencia de que las reformas estructurales en un mercado pueden tener un impacto en otros mercados³. Por ejemplo, las reformas estructurales en los mercados de productos, cuyo objetivo es aumentar la competencia y apoyar la entrada de nuevas empresas en el mercado, pueden afectar posiblemente a los niveles de salarios y de empleo y, por lo tanto, facilitan la reforma de los mercados de trabajo. Estas interacciones entre los distintos ámbitos de la reforma sugieren que podría ser beneficioso seguir una estrategia de reformas general, que explotara las sinergias que el enfoque global contemplado en la estrategia de Lisboa ha hecho posibles.

3 CONTENIDO Y GOBIERNO

La estrategia de Lisboa se componía inicialmente de un pilar económico y un pilar social, centrándose el pilar económico en reformas para favorecer la productividad, la innovación y la competitividad, y el pilar social en la modernización del modelo social europeo, el impulso del empleo y la lucha contra la exclusión social. El Consejo Europeo de Gotemburgo del año 2001 añadió un pilar medioambiental a la estrategia, que se ocupa de aspectos relativos al desarrollo sostenible.

A fin de lograr el objetivo de convertir a la UE en la economía más competitiva y dinámica, el Consejo Europeo de Lisboa definió objetivos y medi-

2 Véanse «OECD Report on Regulatory Reform» (1997) y «Structural reforms in labour and product markets and macroeconomic performance in the EU» de la Comisión Europea, *The EU economy: 2002 review*, n.º 6, 2002.

3 Véase, por ejemplo, G. Nicoletti et al. «Product and labour market interactions in OECD countries», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 312, 2001.

das específicos que los Estados miembros tenían que adoptar. En reuniones posteriores del Consejo Europeo se añadieron nuevos objetivos a la estrategia, que, en algunas ocasiones, se vieron acompañados por metas cuantitativas. Por ejemplo, los Consejos Europeos de Lisboa y Estocolmo fijaron varias metas relativas a las tasas de empleo de la UE para el 2010, elevando sobre todo la tasa de empleo total de la UE al 70%, la tasa de empleo de las mujeres al 60% y la tasa de empleo de los trabajadores de más edad (entre 55 y 64 años) al 50%. Asimismo, el Consejo Europeo de Barcelona, celebrado en marzo del 2003, estableció el objetivo de incrementar el gasto en investigación y desarrollo (I+D) al 3% del PIB (véase cuadro 1 para una panorámica de algunos objetivos y metas). Paralelamente, los sucesivos Consejos Europeos invitaron a la Comisión Europea, al Consejo de la UE y al Parlamento Europeo a cumplir objetivos cualitativos, tales como la adopción de importantes leyes comunitarias en una fecha específica (v.g., los reglamentos para un espacio europeo único), o dar por terminados proyectos de gran envergadura como el Plan de acción para los servicios financieros.

GOBIERNO EN LOS PRIMEROS CINCO AÑOS

Para aplicar la estrategia de Lisboa, el Consejo Europeo de Lisboa del 2000 acordó que no eran necesarios nuevos procedimientos de coordinación de las políticas económicas. En su lugar, abogó por un uso más eficiente del marco de gobierno existente, desarrollado en el período posterior a la adopción del Tratado de Maastricht en 1992 y perfeccionado, de acuerdo con la orientación del Consejo Europeo, a finales de los noventa. Los fundamentos de este marco son los procedimientos de coordinación de las políticas económica y de empleo basados en el Tratado, es decir, la Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo adoptadas en virtud del proceso de Luxemburgo, introducido en 1997. Desde 1998, las Orientaciones generales también han recibido aportaciones del proceso de Cardiff, que trata específicamente de los reformas de los mercados de productos y de capitales⁴. Por último, las Orientaciones generales y las Directrices para el empleo se completaron en el 2003 con la Estra-

tegia para el mercado interior, cuyo objetivo es aprovechar plenamente el potencial del mercado único europeo en términos de crecimiento y de competitividad.

Si bien el Consejo Europeo de Lisboa propugnó que la estrategia de Lisboa se aplicara mediante el empleo más eficiente del marco de gobierno existente, introdujo, no obstante, dos innovaciones institucionales. En primer lugar, decidió que se celebraran reuniones anuales para examinar los avances efectuados. A través de esas «reuniones de primavera» (o cumbres), que tienen lugar todos los meses de marzo, el Consejo Europeo ha asumido una función de guía con respecto a la estrategia al proporcionar dirección e impulso políticos. En segundo lugar, introdujo un nuevo método de coordinación —el «método abierto de coordinación»— como manera de ayudar a los Estados miembros a desarrollar y mejorar gradualmente sus políticas en ámbitos no cubiertos por los procedimientos de gobierno existentes. El método abierto de coordinación, al ser un método «ligero» de coordinación, trata de lograr una mayor convergencia con los principales objetivos de la UE mediante la evaluación comparativa y la generalización de las mejores prácticas. Este método se ha aplicado en ámbitos tales como los sistemas de pensiones y de atención sanitaria, I+D e inclusión social.

La mayoría de las reformas que se han de acometer de conformidad con la estrategia de Lisboa se refieren a ámbitos que son, en gran medida, competencia de los Estados miembros. En dichos ámbitos, la Unión desempeña un papel de coordinador de las políticas de los Estados miembros mediante una vigilancia multilateral y la presión y el aprendizaje mutuos. Para impulsar esta cooperación, el Consejo Europeo de Lisboa invitó a la Comisión a presentar anualmente un informe de síntesis, conocido como «Informe de primavera», que evalúa los avances y compara el comportamiento de los Estados miembros en la aplicación de la estrategia en función de distintos indicadores estructurales. Este ejercicio comparativo pretende

4 Para más información sobre estos procesos, véase el artículo titulado «El marco de política económica de la UEM», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2001.

Cuadro I Algunos objetivos, metas cuantitativas e indicadores estructurales de la estrategia de Lisboa

Objetivos	Metas			Logros			
	Ámbito/meta específica	Valor	Año	Media de la UE ¹⁾	Número de EM de la UE-15 que han cumplido el objetivo	Media de la UE-25	Número de EM de la UE-25 que han cumplido la meta
Lisboa (marzo del 2000)	Reforma económica						
– Desarrollar una política de empleo activa - crear más y mejores empleos para Europa	Tasa de empleo total [SI-3] ²⁾	70%	2010	64,8%	4	63,3%	4
	Tasa de empleo de las mujeres	60%	2010	57,0%	7	55,8%	9
– Fomentar la competitividad eliminado los obstáculos para el mercado interior	Ritmo de transposición de las directivas relativas al mercado interior	98,5%	2002	97,0%	1	96,3%	2
– Completar el mercado interior de los servicios	Apertura de los mercados de electricidad a los clientes	100%	2007	90,0%	9	87,0%	9
	Apertura de los mercados del gas a los clientes	100%	2007	94,0%	7	88,0%	7
	Cohesión Social						
– Invertir en las personas y luchar contra la exclusión social	Fracaso escolar	10%	2010	18,0%	4	15,9%	9
– Fomentar la formación permanente	Participación en la formación permanente, porcentaje de adultos con edades entre 25 y 64	12,5%	2010	10,1%	5	9,4%	6
Estocolmo (marzo del 2001)	Empleo						
– Atraer más gente al mercado de trabajo	Tasa de empleo total (intermedia)	67%	2005	64,8%	7	63,3%	8
	Tasa de empleo de las mujeres (intermedia)	57%	2005	57,0%	9	55,8%	14
– Invertir en capital humano y hacer realidad la formación permanente	Tasa de empleo de trabajadores con edades comprendidas entre 55 y 64 [SI-4]	50%	2010	41,9%	5	40,5%	7
– Mejorar la aplicación de las reformas mediante un mejor gobierno	Aumento de la edad de jubilación media efectiva	65 años	2010	61,4 (2003)	0	61,0	0
– Aumentar la capacidad de adaptación de trabajadores y empresas	Guarderías para niños en educación preescolar mayores de tres años	90%	2010	n.d.	4	n.d.	n.d.
	Guarderías para niños menores de tres años	33%	2010	n.d.	2	n.d.	n.d.
Gotemburgo (junio del 2001)	Medio ambiente						
– Luchar contra el cambio climático (es decir, aplicar los objetivos de Kioto)	Visibles avances en la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero [SI-12]	92% del nivel medio de la UE en 1990	2008-2012	97,1% (2002)	3	91,0%	10
– Fomentar una mayor utilización de nuevas tecnologías favorables al medio ambiente (disociar el crecimiento económico y la utilización de recursos)	Contribución de la electricidad generada a partir de fuentes renovables de energía (porcentaje del consumo bruto de electricidad)	22% de la UE-15 y 21% de la media de la UE-25	2010	13,7% (2003)	5	12,8%	7

Cuadro I Algunos objetivos, metas cuantitativas e indicadores estructurales de la estrategia de Lisboa (Cont.)

Objetivos	Metas			Logros			
	Ámbito/meta específica	Valor	Año	Media de la UE ¹⁾	Número de EM de la UE-15 que han cumplido el objetivo	Media de la UE-25	Número de EM de la UE-25 que han cumplido la meta
Algunos objetivos fijados en las reuniones del Consejo Europeo (orden cronológico)							
Barcelona (marzo 2002)							
I+D, TIC y Educación							
– Aumentar la movilidad de los investigadores y atraer y retener a los investigadores de gran calidad	Gasto en I+D en porcentaje de PIB [SI-6]	3%	2010	2% (2003)	1	1,95%	1
– Mejorar la inversión privada en investigación, en empresas I+D y nuevas empresas de alta tecnología	Participación de las empresas en el gasto en I+D	66,6%	2010	56% (2001)	4	55,4%	4
– Fomentar el hermanamiento de escuelas a través de Internet	Todas las escuelas con conexión a Internet	100%	2002	93% (2002)	1	n.d.	n.d.
– Adaptar las capacidades básicas a las necesidades de la sociedad de la información	Todos los profesores han de tener conocimientos de informática	100%	2003	56,8% (2002)	0	n.d.	n.d.
– Crear las condiciones para que florezca el comercio electrónico	Penetración de Internet en los hogares	30%	2002	45,0%	13	42%	15
– Estimular la administración pública electrónica	Servicios básicos de la admón. pública a través de Internet	100%	2002	49,0%	0	42%	0
– Lograr un aumento sustancial del gasto per cápita en recursos humanos; elevar la calidad y el acceso a la educación	Nivel de estudios alcanzado (20-24 años) [SI-5]	85%	2010	73,5%	3	76,4%	8
	Graduados en matemáticas, ciencias y tecnología (por 1000 personas)	15/1.000	2010	13,1/1.000 (2003)	3	12,2/1.000	4
Indicadores estructurales que no se han mencionado antes	[SI-1] PIB per cápita en paridad del poder adquisitivo; [SI-2] productividad del trabajo; [SI-7] nivel de precios relativos; [SI-8] inversión empresarial; [SI-9] tasa de riesgo de pobreza; [SI-10] tasa de paro de larga duración; [SI-11] dispersión de las tasas de empleo regionales; [SI-13] intensidad energética de la economía; [SI-14] volumen de transporte de fletes						

Fuentes: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.eu.int>) y Comisión SEC (2005) 385, «The Economic Costs of non-Lisbon» de 15 de marzo de 2005. Leyenda: UE-15 = los 15 Estados miembros de la UE desde el 1 de mayo de 2004; EU-25 = los 25 Estados miembros de la UE desde el 1 de mayo de 2004; EM = Estado miembro de la UE; n.d. = no disponible.

1) Salvo indicación en contrario, los datos se refieren al año 2004. Si no se dispone de datos para el 2004, se utilizan los datos disponibles más recientes.

2) El 8 de diciembre de 2003, el Consejo de la UE aprobó una lista de 14 indicadores estructurales, que son los que se enumeran entre parentesis, es decir [SI-1].

respaldar la vigilancia mutua, facilitando indicaciones sobre las mejores prácticas en la UE y sensibilizando a la opinión pública sobre la necesidad y los beneficios de las reformas estructurales.

Hay algunas áreas en las que la UE puede impulsar reformas de forma más directa. Por ejemplo, en lo que se refiere al mercado interior la UE cuenta con instrumentos de carácter vinculante, tales como la legislación adoptada mediante procedimientos comunitarios normalizados, es decir, mediante el denominado método comunitario. En el ámbito de la I+D, la UE también desempeña una función directa mediante la financiación presupuestaria.

LIMITACIONES

En los primeros cinco años de funcionamiento de este marco de gobierno se pusieron de manifiesto una serie de limitaciones. La ampliación del campo de aplicación de la estrategia de Lisboa y la proliferación del número de objetivos y metas se han percibido, de forma generalizada, como una disolución de la esencia de la estrategia. El informe del Grupo de Alto Nivel, presidido por Wim Kok, mencionó a este respecto el riesgo de que la estrategia verse «sobre todo y, por lo tanto, sobre nada»⁵.

5 «Hacer frente al desafío: La estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo», informe del Grupo de Alto Nivel, presidido por Wim Kok, noviembre del 2004, p. 16.

La falta de una idea central, así como la incoherencia de algunos objetivos, estaba en cierta medida relacionada con la definición imprecisa de las competencias y las responsabilidades de varios de los actores, nacionales y europeos, de la estrategia. La coexistencia de distintos procesos de coordinación a nivel comunitario resultó ser en ocasiones difícil de gestionar y complicó el establecimiento de prioridades. Ello se tradujo en importantes obligaciones de información para los países, pues se requirió de los Estados miembros que redactaran anualmente informes de Cardiff nacionales sobre las reformas estructurales de los mercados de productos y de capitales, Planes de acción nacionales para el empleo e informes sobre los distintos ámbitos de la política económica incluidos en el método abierto de coordinación. Como colofón, el marco de gobierno también dio lugar a múltiples informes de evaluación que dificultaron el seguimiento de los avances (por ejemplo, el Informe de Primavera de la Comisión al Consejo Europeo, el Informe de aplicación de las Orientaciones generales de política monetaria de la Comisión, el Informe conjunto sobre el empleo de la Comisión y el Consejo Europeo). El gran número de procedimientos e informes hicieron que la estrategia resultara difícil de entender para el público en general, lo que no permitió, a su vez, que tomaran conciencia de ella.

Además, se hizo patente que la eficacia de los relajados procedimientos de coordinación y, hasta cierto punto, el método comunitario, dependían muy mucho de la voluntad política de los Estados miembros de cumplir los compromisos asumidos. Sin embargo, la estructura de incentivos para reforzar y mantener esta voluntad política resultó ser un problema. Concretamente, la asunción de la estrategia como propia por parte de los países estuvo limitada en los primeros cinco años de su aplicación. Las partes interesadas, como los Parlamentos nacionales y los interlocutores sociales, apenas participaron, lo que, a su vez, puede que redujera la presión sobre los Gobiernos para poner en práctica las reformas. Por otra parte, los Gobiernos nacionales no siempre fueron coherentes en la programación y en la presentación de información sobre

sus esfuerzos a favor de la reforma, y tendieron a desplazar los problemas de coordinación al ámbito europeo, en lugar de tratar con ellos en el plano nacional.

En resumen, el marco de gobierno durante los primeros cinco años de la estrategia de Lisboa resultó ser inadecuado para la consecución de los ambiciosos objetivos que los Jefes de Estado o de Gobierno habían anunciado en marzo del 2000.

4 REFORMA ECONÓMICA DE CONFORMIDAD CON LA ESTRATEGIA DE LISBOA

En esta sección se comentan los avances realizados en las reformas estructurales en la UE y, en particular, en la zona del euro, de conformidad con la estrategia de Lisboa, centrándose en los ámbitos de política económica con una importancia más directa desde un punto de vista macroeconómico. El análisis se basa fundamentalmente en una lista de indicadores estructurales aprobada por el Consejo de la UE el 8 de diciembre de 2003. Esta lista se aprobó con el fin de medir el progreso en la consecución de los objetivos de Lisboa (véase cuadro 1, que sitúa los indicadores estructurales en un contexto de la estrategia más amplio).

El análisis no incluye a los nuevos Estados miembros de la UE, ya que no han participado en la estrategia de Lisboa durante la mayor parte del período que se inició en el 2000. Cabe señalar que resulta difícil valorar el impacto que tendrá la ampliación de la UE en el éxito de la puesta en práctica de la estrategia. Por una parte, el logro de los objetivos de la estrategia podría ser más problemático dado que muchos de los nuevos Estados miembros siguen estando más lejos de las metas que los demás Estados miembros de la UE⁶. Por otra parte, la adhesión de los nuevos Estados miembros puede contribuir a conseguir las metas de Lisboa, pues podría aumentar la competencia y la presión sobre los Gobiernos para que introduzcan reformas estructurales

⁶ Véase el artículo titulado «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2004.

Cuadro 2 Crecimiento del PIB real per cápita desde el inicio de la estrategia de Lisboa

(tasa de variación interanual media 2000-2003)

	PIB real per cápita (a=b+c)	PIB real por hora trabajada (b)	Utilización del factor trabajo (c=d+e)	Horas trabajadas por persona ocupada (d)	Personas ocupadas en el total de la población (e)
Bélgica	1,3	1,0	0,4	-0,1	0,4
Alemania	1,0	1,5	-0,5	-0,6	0,1
Grecia	4,0	4,2	-0,2	-0,1	-0,1
España	2,2	0,9	1,3	-0,2	1,5
Francia	1,6	2,4	-0,8	-1,6	0,8
Irlanda	4,8	4,7	0,1	-1,2	1,3
Italia	1,1	0,2	0,9	-0,4	1,3
Países Bajos	0,5	0,0	0,5	0,1	0,4
Austria	1,2	1,4	-0,3	-0,3	0,1
Portugal	0,5	1,1	-0,6	-0,8	0,2
Finlandia	2,5	2,9	-0,5	-1,4	0,9
Zona del euro	1,2	1,2	0,1	-0,6	0,6
Dinamarca	1,1	1,9	-0,9	-0,3	-0,5
Suecia	1,9	2,4	-0,5	-1,3	0,8
Reino Unido	2,0	2,3	-0,3	-0,7	0,3
UE-15	1,4	1,4	0,0	-0,6	0,6
Japón	0,8	1,7	-0,9	-0,1	-0,8
Estados Unidos	1,3	2,9	-1,6	-0,9	-0,7

Fuentes: cálculos del BCE sobre la base de los datos de Eurostat. Los datos de horas trabajadas los recopila el Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, enero del 2005 (<http://www.ggdc.net>). No se dispone de datos para Luxemburgo.

ENTORNO ECONÓMICO GENERAL

Aproximadamente al mismo tiempo que se adoptó la estrategia de Lisboa en marzo del 2000, se inició una recesión económica causada por distintas perturbaciones, entre las que se encontraban la subida de los precios del petróleo y el estallido de la burbuja de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). En conjunción con varias rigideces que impedían que las economías europeas se ajustaran a estas perturbaciones, el crecimiento económico de Europa ha sido bastante moderado desde que se estableció la estrategia de Lisboa. Lo anterior ha tenido como resultado que la consecución de las metas de Lisboa sea notablemente más difícil.

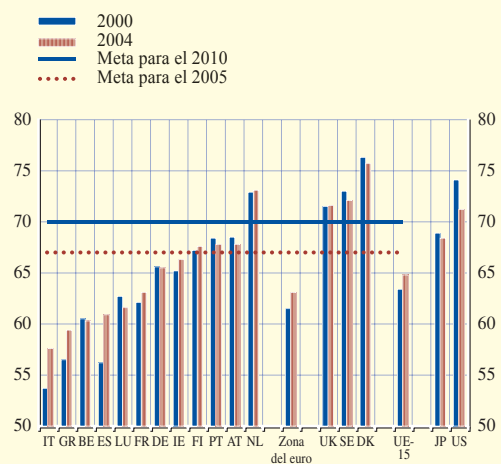
Un indicador resumen del entorno económico general es el PIB per cápita. La evolución del PIB real per cápita puede desagregarse en la contribución de la productividad del trabajo (PIB real por hora trabajada) y la utilización del factor trabajo

(véase cuadro 2). Por su parte, la evolución de la utilización del factor trabajo puede desglosarse en la evolución del número de horas trabajadas (por persona ocupada) y en la del número de personas ocupadas. Desde el inicio de la estrategia de Lisboa, el aumento del PIB real per cápita en la UE-15 se ha atribuido a las ganancias en la productividad del trabajo, mientras que la contribución de la utilización del factor trabajo ha sido limitada. En casi todos los países que figuran en el cuadro 2, los avances realizados en los últimos años en cuanto al número cada vez mayor de personas ocupadas se han visto contrarrestados parcialmente por un descenso de las horas medias trabajadas por persona ocupada. En muchos países, esta evolución refleja el número creciente de mujeres en la población activa, pues las mujeres tienden más a trabajar a tiempo parcial.

No obstante, resulta difícil extraer conclusiones en materia de política económica en función de este sencillo marco, dada la interrelación de sus

Gráfico 1 Tasa de empleo total

(personas ocupadas con edades entre 15 y 64 años, en porcentaje de la población total del mismo grupo de edad)



fuentes: Eurostat, los datos para Estados Unidos y Japón se refieren al 2003, en lugar de al 2004.

componentes. Por ejemplo, en países con un empleo en expansión, el crecimiento de la productividad del trabajo podría ser, al menos durante un tiempo, relativamente bajo si las nuevas personas empleadas tienen una productividad del trabajo por debajo de la media. Podría existir también una relación a corto plazo entre empleo y crecimiento de la productividad del trabajo si el stock de capital tardara en responder al aumento del empleo, reduciendo el stock de capital disponible por trabajador cuando crece el empleo. Como resultado, el crecimiento de la productividad del trabajo se ralentiza a medida que la producción se hace menos intensiva en capital.

EMPLEO

Un objetivo fundamental de la estrategia de Lisboa en el ámbito de los mercados de trabajo es elevar la tasa de empleo. Para lograrlo, la estrategia establece una serie de políticas que se centran en la eliminación de los desincentivos a la participación en el mercado laboral mediante la mejora de la capacidad de adaptación de empresas y trabajadores y el fomento de la inversión en capital humano.

Desde el año 2000 hasta el 2004, la tasa de empleo total de la zona del euro se incrementó en torno a 1,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 63,1%. En la UE-15, la tasa de empleo ascendió en términos similares, hasta el 64,8% en el 2004. En la mayoría de los países de la zona del euro la tasa de empleo aumentó, aunque la magnitud del aumento difirió entre los distintos países. Los países de la zona del euro con tasas de empleo relativamente bajas contemplaron mayores incrementos, lo que sugiere cierta convergencia entre ellos. En el 2000, cuatro países de la zona y tres países de la UE-15 no pertenecientes a la zona del euro (Dinamarca, Suecia y el Reino Unido) ya habían cumplido la meta intermedia de Lisboa con respecto al empleo (véase gráfico 1)

No obstante, las tasas de empleo tienen que crecer con mucha mayor rapidez si se quiere cumplir la meta de Lisboa para el 2010. El gráfico 2a muestra que el incremento de la tasa de empleo para la UE-15 se ha retrasado con respecto a la tendencia necesaria para alcanzar una tasa de empleo total del 70% en el 2010. Al mismo tiempo, la evolución de la tasa de empleo total enmascara una evolución más favorable en algunos colectivos (véanse gráficos 2b y 2c).

En particular, la tasa de empleo de las mujeres ha aumentado significativamente y se está acercando a la meta del 60% establecida para el 2010. La tasa de empleo de los trabajadores con edades comprendidas entre los 55 y los 64 años también repuntó entre los años 2000 y 2003, aunque parece que se ha estabilizado en el 2004, y todavía está lejos de alcanzar el objetivo del 50% para el 2010. También hay que tener en cuenta que la capacidad de lograr esos objetivos en el 2010 se verá influida por los cambios demográficos asociados al envejecimiento de la población. Especialmente, el número de personas pertenecientes al colectivo con edades comprendidas entre 55 y 64 años seguirá creciendo sustancialmente en los próximos años, lo que hace que, para este grupo, alcanzar la meta suponga un desafío aún mayor.

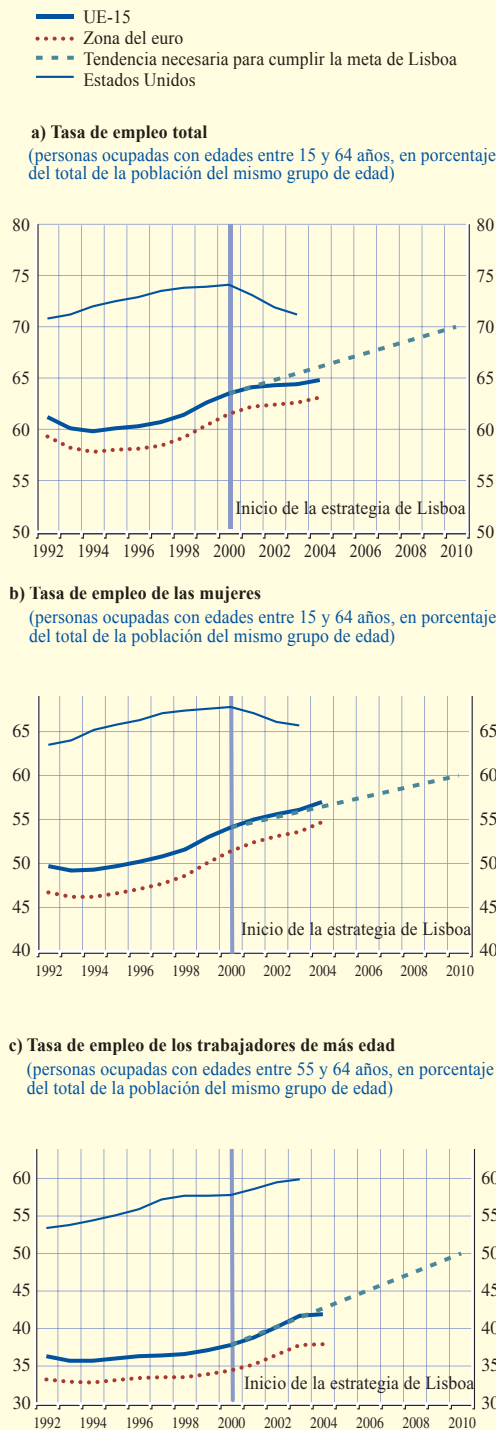
Varios factores han determinado el comportamiento del empleo en los últimos años, incluidos el ciclo económico, el cambio demográfico y las políticas económicas. En cuanto a las políticas relativas al

mercado de trabajo, muchos países de la zona del euro han realizado considerables esfuerzos por mejorar los incentivos a participar en el mercado laboral, aunque la intensidad de las reformas ha diferido notablemente de un país a otro. La mayor parte de los avances parecen haberse efectuado en la reducción de la presión fiscal sobre las rentas del trabajo, en particular sobre las rentas bajas. Algunos países están limitando, también, la posibilidad de acogerse a planes de jubilación anticipada, o los están retirando gradualmente, y mejorando los incentivos financieros para posponer la jubilación. Otros países están limitando también la posibilidad de recibir prestaciones, o su duración. Por una parte, el enfoque a las reformas de la legislación de protección del empleo ha sido bastante selectivo, centrándose principalmente en la relajación de la legislación relativa al trabajo temporal, mientras que la legislación sobre el empleo indefinido se ha mantenido e incluso ha salido fortalecida. Además, las reformas de las estructuras de negociación salarial han sido muy moderadas. En síntesis, mientras que las reformas del mercado de trabajo han marchado en la dirección correcta, no han bastado hasta el momento para crear las condiciones necesarias para permanecer en línea con las metas de la estrategia de Lisboa para el empleo.

INNOVACIÓN E INVESTIGACIÓN

La estrategia de Lisboa propugna medidas para promover el acceso a las TIC y establece objetivos para aumentar los recursos asignados a la investigación, que se consideran determinantes fundamentales para el progreso tecnológico. Con respecto a la difusión de las TIC, se ha observado un avance evidente en algunos ámbitos, estando ahora conectada a Internet una proporción sustancialmente más elevada de hogares y de escuelas. Al mismo tiempo, Europa no ha podido aprovechar totalmente los beneficios de las TIC para la productividad y, claramente, va a la zaga de Estados Unidos a este respecto. En el ámbito de la investigación, la evolución ha sido menos positiva. Un indicador estructural clave incluido en la lista de indicadores es el gasto en investigación y desarrollo en porcentaje del PIB. Desde el año 2000, la ratio de gasto en I+D sólo ha aumentado marginalmente, y, en el 2003, se situaba

Gráfico 2 Metas de empleo de Lisboa para el 2010 y avances realizados

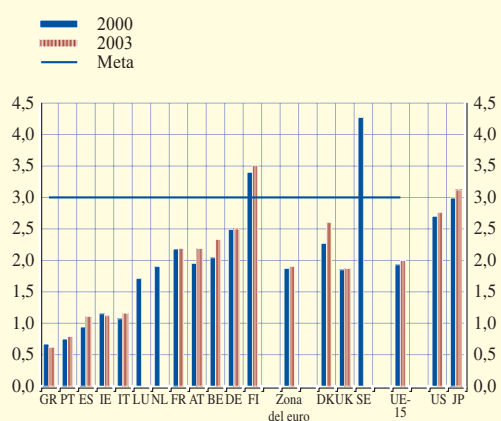


Fuente: Eurostat.

Nota: Las líneas que marcan la tendencia en los gráficos 2a, 2b y 2c son las líneas rectas que conectan los puntos de comienzo en el año 2000 con las metas para el 2010.

Gráfico 3 Gasto en investigación y desarrollo

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

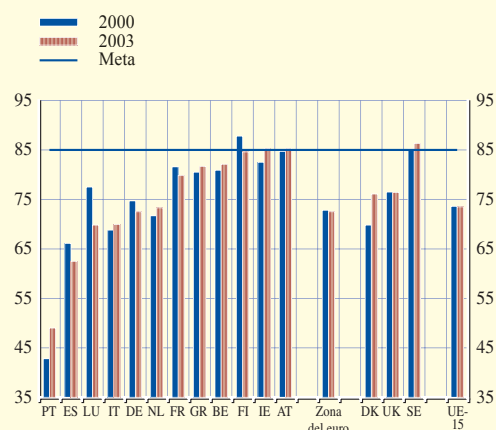
Nota: Las cifras para Grecia y Portugal se refieren a 1999, en lugar de al 2000. Las cifras para Italia, Reino Unido y Japón se refieren al 2002, en lugar de al 2003. Las cifras para Suecia corresponden al 2001.

en el 1,9% del PIB en la zona del euro, ligeramente por debajo de la ratio de la UE-15 y considerablemente por debajo de la meta del 3% (véase gráfico 3).

El crecimiento de la productividad puede verse impulsado también por más y mejor educación y formación. Se precisan las cualificaciones y las competencias adecuadas para reducir los desajustes en el mercado de trabajo y permitir una mejor reasignación de trabajadores entre empresas o ramas de actividad. Además del gasto en I+D, otro indicador estructural relativo a la innovación y la investigación incluido en la lista de indicadores es el porcentaje de población con edades comprendidas entre los 20 y los 24 años que han completado al menos el último ciclo de la educación secundaria. En la zona del euro, este porcentaje se situaba en el 72,5% en el 2004, ligeramente por debajo de la media para la UE-15 y prácticamente similar al porcentaje del 2000, aunque muy por debajo de la meta del 85% (véase gráfico 4). Algunos países de la zona del euro han efectuado importantes avances, mientras que, en otros, el nivel de estudios alcanzado ha empeorado algo desde el año 2000.

Gráfico 4 Nivel de estudios alcanzados

(personas con edades entre 20 y 24 años, que, como mínimo, han completado el último ciclo de la educación secundaria en porcentaje del total de la población del mismo grupo de edad)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las cifras para Luxemburgo y los Países Bajos se refieren al 2003, en lugar de al 2004. No se dispone de datos comparables para Japón y Estados Unidos.

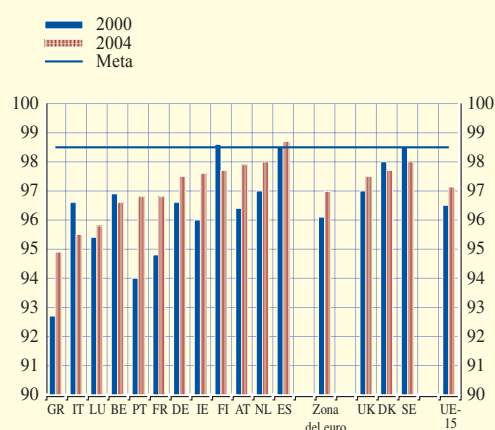
REFORMA ECONÓMICA

La reforma económica, otra área clave de la estrategia de Lisboa, tiene como objetivo la creación de mercados eficientes, competitivos y que funcionen bien, así como de unas condiciones favorables al crecimiento económico. Se ha avanzado claramente en algunos ámbitos. Por ejemplo, la mayor parte de las industrias de red (industrias caracterizadas por la presencia de una infraestructura con estrangulamiento de oferta y características de monopolio natural) están ahora abiertas a la competencia en su mayor parte o en su totalidad, sobre todo en los mercados de telecomunicaciones o transporte aéreo y, en menor medida, en el mercado de la energía. No obstante, resulta difícil aplicar una competencia efectiva, por lo que la cuota de mercado de empresas que poseían el monopolio anteriormente sigue siendo, en muchos casos, muy elevada. Otra área en la que se ha progresado es en la reducción de una regulación excesiva relativa a las empresas, por ejemplo, disminuyendo el tiempo y los costes en que se ha de incurrir para abrir un negocio.

Un área importante de reforma económica tiene que ver con la culminación del mercado interior. Si bien se ha avanzado considerablemente, aún quedan partes

Gráfico 5 Ritmo de transposición

(porcentaje de directivas relativas al mercado interior transpuesta a la legislación nacional)



Fuente: Comisión Europea.
 nota: Los datos se refieren a mayo del 2000 y noviembre del 2004.

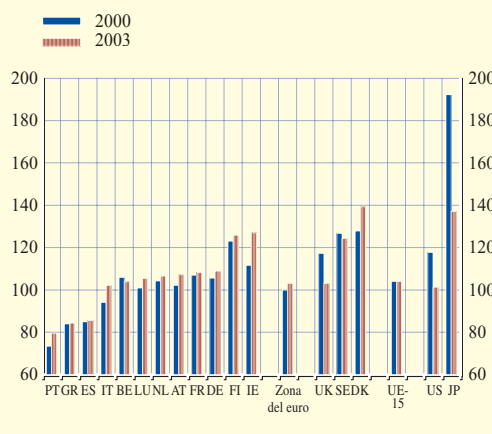
significativas de la economía de la UE que no se encuentran integradas. Ello se debe, en parte, a que los Estados miembros han tardado en aplicar totalmente la legislación relativa al mercado interior y todavía no han logrado aumentar el «ritmo de transposición» (directivas que han de transponerse a la legislación nacional) a más del 98,5% de todas las directivas, como exige la estrategia de Lisboa (véase gráfico 5).

Los servicios, rama que representa casi el 70% de la economía de la zona del euro e incluye una proporción relativamente importante de pequeñas y medianas empresas, es el sector en el que es necesario profundizar en los avances para culminar el mercado interior. En los servicios existe un significativo potencial sin explotar para el crecimiento y el empleo, debido, en muchos casos, a la normativa nacional que obstaculiza la prestación transfronteriza de servicios. Esta falta de integración constituye uno de los factores que han impedido una mayor convergencia de los niveles de precios entre los distintos países (véase gráfico 6)⁷.

En resumen, se han realizado avances en las reformas estructurales en el período transcurrido desde el año 2000, pero su alcance ha diferido ampliamente entre países y áreas de la política económica. Se han

Gráfico 6 Niveles de precios comparativos

(niveles de precios del consumo final de los hogares, incluidos los impuestos indirectos; UE-25 = 1000; basada en las paridades del poder adquisitivo)



Fuente: Eurostat.

efectuado algunos progresos en lo que se refiere a la eliminación de obstáculos al empleo, la difusión de las TIC y la liberalización de las industrias de red. No obstante, las tasas de empleo siguen siendo demasiado bajas, el crecimiento de la productividad ha sido insuficiente y partes significativas de la economía de la UE continúan sin estar plenamente integradas. Aunque las reformas estructurales han avanzado en la dirección adecuada, no han sido, hasta el momento, de gran alcance, y se precisan mayores esfuerzos si Europa desea lograr los objetivos de Lisboa.

5 LA REVISIÓN INTERMEDIA

En su reunión de primavera, celebrada en marzo del 2004, el Consejo Europeo decidió iniciar una revisión intermedia de la estrategia de Lisboa en vista de los desiguales resultados obtenidos en los primeros cinco años. El Consejo consideró que, si bien los objetivos de la estrategia seguían siendo válidos, convenía acelerar considerablemente el ritmo de las reformas, sobre todo porque los desa-

7 Véase también el artículo titulado «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2002.

EL DEBATE ACADÉMICO SOBRE LA ESTRATEGIA DE LISBOA

La estrategia de Lisboa ha sido el centro de un animado debate en círculos académicos. Las opiniones de sus integrantes acerca de la estrategia pueden dividirse en dos grupos. Uno se centra en el diagnóstico económico en que se basa la estrategia de Lisboa, mientras que el otro gira en torno al marco institucional de la estrategia y, más en general, en la economía política de la reforma estructural.

En cuanto al primer grupo, algunos observadores del mundo académico mantienen que el comportamiento económico de Europa no ha sido tan débil como se ha descrito en ocasiones¹. En particular, sugieren que las mayores tasas de crecimiento económico registradas en Estados Unidos están asociadas a un mayor nivel de inmigración y que el más elevado PIB per cápita de Estados Unidos se debe al hecho de que la gente trabaje, en promedio, más horas que en Europa. Sostienen que los europeos optan por trabajar menos que sus colegas estadounidenses, lo que, naturalmente, reduce el crecimiento económico de Europa. Otros, sin embargo, han argumentado que los europeos trabajan menos como consecuencia de cuñas fiscales (la diferencia entre los costes laborales totales para el empresario y el salario que llevan a casa los empleados) y de tipos impositivos marginales más elevados, de generosas prestaciones por desempleo, de la legislación sobre la jornada laboral y de políticas laborales orientadas a reducir la jornada de trabajo². Aunque el debate continúa, la mayor parte del mundo académico comparte la opinión de que Europa se enfrenta a una serie de importantes desafíos económicos que requieren emprender reformas estructurales de gran alcance.

El segundo grupo se ha centrado en la manera en la que está organizada la estrategia de Lisboa para explicar el decepcionante avance de las reformas estructurales en los últimos cinco años³. Algunos de sus integrantes sugieren, por ejemplo, que el gran número de objetivos hace que resulte difícil definir las prioridades, lo que permite a los Gobiernos centrarse en los objetivos más fáciles de conseguir y reduce el incentivo a poner en práctica las reformas más importantes. Además, se ha argumentado que algunos de los objetivos de la estrategia podrían entrar en conflicto. Por ejemplo, podría ser difícil elevar simultáneamente el empleo y la productividad del trabajo, pues puede que exista una relación a corto plazo entre el aumento de estas dos variables. Además, algunos representantes del mundo académico cuestionan el hecho de que las metas de Lisboa sean idénticas para todos los países y sostienen que distintos países tienen necesidades distintas.

Otro aspecto del debate académico se refiere a hasta qué punto la UE debe tener una función de coordinación en el proceso de reformas estructurales⁴. El principio de subsidiariedad sugiere que las competencias deben quedar en manos de los Estados miembros a menos de que existan buenas razones para la coordinación. Se ha argumentado que una razón válida para que la UE coordine es el efecto transfronterizo de las medidas encaminadas a llevar cabo reformas estructurales. Se ha señalado que la magnitud del impacto podría depender del ámbito de la política económica, teniendo menos efecto transfronterizo las medidas relativas a los mercados de trabajo que los cambios en los mercados de productos. Además, se ha aducido que el importante número de actores involucrados y de procesos hacen difícil lograr la coordinación adecuada de los distintos pilares de la estrategia.

1. Véase, por ejemplo, O. Blanchard (2004), «The Economic Future of Europe», *Journal of Economic Perspectives*, otoño, vol. 18, n.º 4, pp. 3-26.

2. Acerca del papel de las instituciones en los mercados de trabajo, véase, por ejemplo, S. Nickell, L. Nunziata y W. Ochel (2005), «Unemployment in the OECD since the 1960s. What do we know?», *Economic Journal*, enero, vol. 115, n.º 500, pp. 1-27.

3. Véase, por ejemplo, A. Alesina y R. Perotti (2004), «The European Union: A politically incorrect view», *Journal of Economic Perspectives*, otoño, vol. 18, n.º 4, pp. 27-48.

4. Véase, por ejemplo, G. Tabellini y C. Wyplosz (2004), «Supply-Side Policy Coordination in the European Union», Informe elaborado por el Conseil de l'Activité Economique.

Por último, la literatura sobre economía política investiga los motivos por los que los Gobiernos introducen las reformas estructurales de manera insuficiente, a pesar de los beneficios macroeconómicos que aportan⁵. Una importante rama de esta literatura subraya el papel de los grupos de interés, que podrían luchar en contra de una medida de reforma que dañase sus intereses. Estos grupos podrían influir en las decisiones relativas a las políticas, sobre todo si el grupo de interés está bien organizado y puede expresar sus preocupaciones eficazmente. La resistencia a las reformas estructurales podría plantearse también si los efectos económicos y su distribución son inciertos inicialmente. Esta resistencia podría ser especialmente fuerte si los costes de la medida de reforma son en el corto plazo y los beneficios, en el largo plazo. Por ello, algunos han destacado la importancia de sensibilizar a la opinión pública sobre los beneficios de las reformas estructurales, señalando que resulta crucial convencer al público de la necesidad de aplicarlas.

⁵ Véase, por ejemplo, D. Rodrik (1996), «Understanding Economic Policy Reform», *Journal of Economic Literature*, marzo, vol. 34, n.º 1.

fios que tenía que afrontar la UE habían aumentado. Como primer paso en la revisión intermedia, los Jefes de Estados o de Gobierno invitaron a la Comisión a establecer un Grupo de Alto Nivel, presidido por Wim Kok, para llevar a cabo una evaluación independiente que definiera los puntos débiles de la estrategia y de su marco de gobierno. La creación y la composición del «Grupo de Kok» reflejaron la intención de valerse de las opiniones de las distintas partes. El Grupo remitió su informe a la Comisión en noviembre del 2004 y, en función de este informe, la Comisión presentó en febrero del 2005 una propuesta para redefinir los objetivos de la estrategia de Lisboa y hacer más coherente el marco de gobierno. Tras los preparativos realizados por el Consejo de la UE, el Consejo Europeo de Bruselas dio por finalizada la revisión intermedia los días 22 y 23 de marzo del 2005. En sus conclusiones, el Consejo Europeo se felicitó por las propuestas presentadas por la Comisión y reactivó la estrategia de Lisboa, reorientando sus prioridades hacia el crecimiento económico y el empleo y reconociendo al mismo tiempo que los pilares social y medioambiental seguían siendo importantes. También se introdujeron algunos cambios en el marco de gobierno de la estrategia.

IMPLICACIONES PARA LA REFORMA ECONÓMICA

Por lo que se refiere a la reforma económica, el Consejo Europeo de la primavera del 2005 fue de la opinión que, dados los desiguales resultados de la estrategia, era preciso adoptar medidas urgen-

tes. Se identificaron cuatro ejes esenciales para reactivar la estrategia: la promoción del conocimiento y la innovación, la conversión de la UE en un espacio atractivo para trabajar e invertir, el fomento del crecimiento y el empleo al servicio de la cohesión social y el estímulo del desarrollo sostenible.

Aunque no recordó todos las metas de la agenda de Lisboa, el Consejo Europeo reiteró, en particular, el objetivo de invertir el 3% del PIB en I+D. Además, el Consejo propuso que se definieran a nivel nacional metas específicas intermedias para la I+D. En las conclusiones también se adoptaron una serie de nuevas y detalladas medidas de política económica (entre las que se encontraban incentivos fiscales a la inversión privada en I+D) para promover el conocimiento, la innovación y la inversión en capital humano. Por otra parte, recordaron la importancia de llevar a término el mercado interior y de dotarse de un entorno jurídico más favorable a las empresas. A este respecto, en las conclusiones se hizo un llamamiento para que se modificase el proceso legislativo relativo a la propuesta de directiva sobre los servicios en el mercado interior, con el fin de lograr un mercado interior de los servicios plenamente operativo, preservando al mismo tiempo el modelo social europeo. Aunque en dichas conclusiones se mencionan medidas específicas que ya han existido durante algún tiempo, pero que no se han aplicado totalmente, también se recogen en ellas algunas iniciativas nuevas; entre ellas, la adopción de un Pacto Europeo para

la Juventud «para mejorar la educación, la formación, la movilidad, la integración profesional y la inclusión social de los jóvenes europeos» y la petición de una «política industrial activa» para reforzar las ventajas competitivas derivadas del tejido industrial de Europa.

IMPLICACIONES PARA EL MARCO DE GOBIERNO

Además de reorientar el contenido de la estrategia, el Consejo Europeo de la primavera del 2005 reconoció que era preciso realizar modificaciones en el marco de gobierno, con el fin de mejorar la puesta en práctica de las reformas estructurales. Se consideró necesario facilitar la definición de las prioridades en materia de política económica, mejorar la aplicación de estas prioridades aumentando la participación de los Estados miembros y simplificar el procedimiento de seguimiento, con el fin de comprender mejor la aplicación de la estrategia en cada país. Así pues, la revisión intermedia tuvo como consecuencia la modificación del marco de gobierno para simplificar con el tiempo los procedimientos de coordinación de las políticas económica entre los distintos ámbitos y entre la UE y cada uno de los países. Este nuevo marco de gobierno también tiene como objetivo incrementar la coherencia de los programas nacionales, así como de su presentación y evaluación.

En el núcleo del nuevo marco se encuentran las «directrices integradas», que aúnan las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo. La reunión de estos dos elementos en un único paquete pretende mejorar la coherencia entre las políticas económicas y de empleo. Además, como las directrices integradas se adoptan para un período de tres años, se mejora también la coherencia en el tiempo. El ciclo de tres años comenzará en el verano del 2005 con la adopción, por parte del Consejo de Gobierno, de un paquete de directrices integradas para el período comprendido entre los años 2005 y 2008. Estas directrices se ajustarán cada año, en caso de ser necesario, de conformidad con las disposiciones del Tratado constitutivo de la Unión Europea (artículos 99 y 128). Dentro de las directrices integradas, las Orientaciones generales de política económica continuarán englobando una amplia

gama de políticas macro y microeconómicas, así como las políticas en materia de empleo, siempre que haya interacción con las políticas económicas mencionadas. Asimismo, las Orientaciones generales de política económica tratan de garantizar la coherencia general de las dimensiones económica, social y medioambiental de la estrategia.

Sobre la base de las directrices integradas, se exige ahora a los Estados miembros presentar programas nacionales de reforma, que recojan los compromisos asumidos de conformidad con la estrategia de Lisboa. Estos programas se redactarán por vez primera en el otoño del 2005. Como réplica a los programas nacionales, la Comisión presentará un programa comunitario de Lisboa que recogerá el conjunto de actuaciones que deberán emprenderse en el plano comunitario y que tendrá que aprobar el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo. Tanto los programas nacionales de reforma como el programa comunitario de Lisboa seguirán siendo válidos hasta el 2008, aunque cabe la posibilidad de que se ajusten en los próximos años, en caso de ser necesario.

Este novedoso enfoque de establecer una política integrada irá acompañado de una presentación de información unificada sobre los avances realizados en cada país en cuanto a la aplicación de los programas nacionales de reforma. Cada Estado miembro deberá presentar un único informe todos los otoños, en el que se incluirán todas las medidas adoptadas en el año anterior. De este modo se agruparán los anteriores informes nacionales sobre el empleo, los informes sobre las reformas estructurales en los mercados de productos y de capitales (informes Cardiff) y la presentación con respecto al método abierto de coordinación en determinados ámbitos, como, por ejemplo, la investigación y el desarrollo.

En la UE, la evaluación de los progresos generales se llevará a cabo de un modo más integrado. Se efectuará un seguimiento y una evaluación anual de los avances, de conformidad con los procedimientos de vigilancia multilateral contemplados en el Tratado para las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo. La Comisión cumple su función de valorar los avances presentando anualmente antes el Consejo Europeo un informe estratégico

de la UE. Para simplificar la evaluación, este informe se incorpora al Informe sobre la aplicación de las Orientaciones generales de política económica y al Informe conjunto sobre el empleo presentados de conformidad con los artículos 99 y 128, respectivamente, del Tratado. En función de este informe estratégico, el Consejo Europeo se pronunciará sobre los ajustes que sea necesario realizar en las directrices integradas para el año siguiente.

La orientación estratégica de la estrategia de Lisboa se volverá a evaluar en su totalidad cada tres años. Por lo tanto, en el 2008 se iniciará un nuevo ciclo de tres años, que se examinará en las formaciones competentes del Consejo y se debatirá en la reunión de primavera del Consejo Europeo. Las reuniones de primavera de los Jefes de Estado o de Gobierno continuarán dirigiendo e impulsando la estrategia de Lisboa mediante el establecimiento de orientaciones de carácter político para sus tres dimensiones.

Una de las principales características de este nuevo marco de gobierno es su énfasis en que los países asuman como propia la estrategia de Lisboa. Este se considera un aspecto clave para la aplicación de la estrategia, pues el diseño de las reformas estructurales y, aún más, su puesta en marcha son prerrogativas de los Estados miembros. Por ello, los Estados miembros tienen que comprometerse plenamente con las políticas que se adoptan en la UE y han de consultar con las partes interesadas, como los Parlamentos nacionales y los interlocutores sociales, que participan en la elaboración y aplicación de estas políticas en el ámbito nacional. A su vez, ello debería mejorar los resultados de la aplicación de la estrategia en los Estados miembros.

La principal modificación del marco de gobierno encaminada a que los países asuman como propia la estrategia es la adopción de programas nacionales de reforma. Estos programas brindan a los Estados miembros la ocasión de reafirmar los compromisos asumidos en función de las directrices integradas para el 2005-2006, orientando sus políticas de forma que respondan a sus necesidades y a su situación específica. Queda abierta la

posibilidad de que los Estados miembros incluyan en los programas nacionales de reforma calendarios y planes de actuación para aplicar las medidas concretas que anuncien. Tener un único programa nacional de reformas estructurales exige que los Estados miembros sean coherentes en sus declaraciones sobre las distintas políticas. En este contexto, los Estados miembros han sido también invitados a nombrar un coordinador nacional de la estrategia de Lisboa para reforzar la coordinación interna de las medidas relacionadas con ella.

La simplificación del establecimiento de las políticas y de la presentación de información según el nuevo marco de gobierno debería contribuir a unificar las opiniones de los responsables de la política económica y los objetivos, así como y a hacer más eficaz la evaluación, a nivel de la UE, de los progresos realizados en materia de reformas estructurales. Un aspecto importante de ello es la evaluación comparativa. En este sentido, la recomendación del Grupo de Alto Nivel de Kok fue seguir utilizando esta evaluación comparativa, pero de modo más eficaz, concentrándose en un número limitado de indicadores de la UE, con el fin de que los Estados miembros mejoren su balance en lo que se refiere a la aplicación de reformas. En este contexto, y haciendo hincapié en que los países deben asumir como propia la estrategia, la Comisión anunció su intención de continuar examinando el avance de los Estados miembros mediante la evaluación comparativa, entre otras cosas⁸, pues parece útil para centrar la atención sobre los desafíos que han de afrontar los países. Debería también contribuir a conseguir que se efectúe un seguimiento adecuado en la UE de los compromisos asumidos por los Estados miembros en sus programas nacionales de reforma.

6 EL BCE Y LA ESTRATEGIA DE LISBOA

El BCE acoge con satisfacción y apoya el impulso otorgado por el Consejo Europeo de Lisboa al proceso de reformas estructurales. Reformas estructurales bien concebidas en los mercados financieros, de trabajo y de productos, tal y como las contempla la estrategia de Lisboa, aumentarán la

flexibilidad de la economía de la zona del euro, incrementarán la resistencia ante perturbaciones económicas y, por último, se traducirán en una tasa de crecimiento a largo plazo más elevada y sostenible y en un mayor nivel de empleo.

Existe una interacción en los dos sentidos entre la política monetaria y las reformas estructurales. Por una parte, al asegurar la estabilidad de precios, la política monetaria contribuye a la existencia de un entorno macroeconómico estable, respaldando así la puesta en práctica de las reformas estructurales. Por otra, las reformas estructurales mejoran la flexibilidad de la economía y las perspectivas de un crecimiento económico no inflacionista, facilitando con ello la ejecución de la política monetaria única e intensificando su eficacia.

A través de la política monetaria, el BCE realiza una importante aportación al logro de los objetivos de Lisboa. Al mantener la estabilidad de precios a medio plazo, la política monetaria contribuye lo más posible a la consecución de un crecimiento sostenible y no inflacionista y un elevado nivel de empleo. La estabilidad de precios tiene un efecto directo sobre el crecimiento y el empleo en el sentido de que reduce las primas de riesgo de los tipos de interés, lo que favorece la inversión. Asimismo, un entorno macroeconómico estable puede facilitar la aplicación de reformas estructurales desde el punto de vista de la toma de decisiones de carácter político. En efecto, la estabilidad macroeconómica debe ayudar a los agentes económicos a centrarse más en los beneficios a largo plazo asociados a la puesta en marcha de reformas estructurales que en los posibles costes a corto plazo.

Por el contrario, las reformas estructurales facilitan la ejecución de la política monetaria única. Una mayor capacidad de ajuste de los mercados dará lugar, posiblemente, a un ajuste más rápido de la economía a las perturbaciones, lo que debería moderar sus efectos sobre el ciclo económico. De hecho, las reformas estructurales han de ir aparejadas con una mayor flexibilidad de los precios y los salarios y una mayor movilidad de los

factores de producción, que son requisitos previos para el buen funcionamiento de la política monetaria única de la zona del euro. En consecuencia, las reformas estructurales reducen el riesgo de que las perturbaciones en los precios puedan tener un efecto duradero sobre la inflación. Esto, a su vez, facilita la tarea de la política monetaria única

7 CONCLUSIONES

Cinco años después del lanzamiento de la estrategia de Lisboa, el balance general es desigual. Se ha avanzado en algunos ámbitos, pero, en conjunto, el alcance de las reformas emprendidas no ha sido suficiente. Es preciso desplegar mayores esfuerzos para conseguir los objetivos de Lisboa y hacer frente a los desafíos de la globalización, del cambio tecnológico y del envejecimiento de la población.

La revisión intermedia ha creado el ambiente propicio para una bienvenida revitalización de la estrategia. Con un marco de gobierno simplificado y una nueva agenda de Lisboa orientada hacia el crecimiento y el empleo, la Unión Europea cuenta con un buen proyecto para desencadenar el potencial de crecimiento y de empleo de la UE. La atención debe dirigirse ahora a su puesta en práctica.

Por último, el éxito de la revisión intermedia dependen en gran medida de la determinación con la que los Estados miembros pongan en marcha las reformas necesarias. Al aplicar la agenda de Lisboa con un alto grado de compromiso, los Estados miembros pueden iniciar un ciclo virtuoso de reformas. Convencer al público de la necesidad de llevar cabo reformas estructurales constituye un desafío importante, por lo que es esencial una comunicación adecuada. Resulta crucial tanto para la confianza de los consumidores como de las empresas que el público en general comprenda de forma clara los beneficios a largo plazo que entrañarán las reformas estructurales para la economía en su conjunto

El marco de gobierno simplificado debería permitir que la Unión Europea establezca prioridades y facilite su consecución a través de la vigilancia mutua y la evaluación comparativa. Además, la

UE tendría que hacer lo más posible en área en las que puede contribuir directamente al éxito de la estrategia de Lisboa, como la culminación del mercado interior.

El BCE suscribe totalmente las ambiciones de la nueva estrategia de Lisboa y apoya los esfuerzos emprendidos en ese contexto por los Gobiernos, los Parlamentos y los interlocutores

sociales. El BCE seguirá contribuyendo al éxito de la estrategia de Lisboa, persiguiendo una política monetaria orientada a la estabilidad e informando a los ciudadanos de los beneficios de las reformas estructurales. Una puesta en práctica vigorosa de la agenda de Lisboa es un requisito previo para aprovechar plenamente las ventajas de la política monetaria única para la zona del euro.

UTILIZACIÓN DE LA ESTADÍSTICA ARMONIZADA DE TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM A LOS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

El BCE compila, desde principios del 2003, estadísticas armonizadas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias (IFM) a los préstamos y créditos concedidos a los residentes en la zona del euro y a los depósitos recibidos, denominados en euros. Este conjunto de datos no sólo permite realizar un mejor seguimiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, incluidas la sensibilidad de los hogares y de las sociedades no financieras a las variaciones de dichos tipos, la remuneración de los agregados monetarios y los cambios en la estructura del sistema bancario, sino que permite además comparar mejor los tipos de interés entre unos países y otros.

I INTRODUCCIÓN

La posibilidad de disponer de información fiable y puntual de los tipos de interés que las IFM aplican a su clientela es esencial para la toma de decisiones de política monetaria y para el análisis en cuatro ámbitos clave¹. En primer lugar, estos tipos de interés son un elemento importante en la transmisión de la política monetaria a la economía real. Por lo tanto, es importante realizar un seguimiento de cómo las variaciones de los tipos de interés oficiales del banco central se transmiten, directamente y a través de los mercados monetario y de capitales, a los tipos de interés que aplican las IFM a sus préstamos y depósitos frente a los residentes en la zona del euro, influyendo así en las decisiones de consumo, inversión y ahorro de los hogares y de las sociedades no financieras y, en última instancia, en los precios y en la producción. En segundo lugar, los tipos de interés de los distintos tipos de depósitos ayudan a explicar la evolución de los agregados monetarios. En tercer lugar, los tipos de interés que aplican las IFM a los residentes en la zona del euro, junto con los correspondientes volúmenes de operaciones en forma de préstamos y depósitos, proporcionan información que permite realizar un seguimiento de los cambios en la estructura del sistema bancario y realizar análisis desde la óptica de la estabilidad financiera. En cuarto lugar, las estadísticas armonizadas aportan información sobre el grado de convergencia de los tipos de interés entre unos países y otros y arrojan luz respecto al grado de integración de los mercados bancarios minoristas de la zona del euro.

A principios del 2003, la estadística de los tipos de interés aplicados por las IFM a residentes en la zona del euro reemplazó a las estadísticas que, con anterioridad al establecimiento de la UEM,

venían elaborando los Estados miembros sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela residente. El nuevo marco de presentación de datos ofrece un conjunto armonizado de 45 tipos de interés aplicados por las IFM residentes en la zona del euro, presentando así una imagen más comparable a nivel internacional e información más detallada sobre categorías concretas de depósitos y préstamos. Las exigencias de información de la estadística armonizada están contenidas en el Reglamento BCE/2001/18 sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras y monetarias aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras (en lo sucesivo, «el Reglamento»)². Está dirigido a las instituciones que deben facilitar la información sobre los tipos, que son principalmente las entidades de crédito, y define las normas que rigen la cumplimentación y compilación de las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro.

Los mayores detalles que presentan las nuevas estadísticas armonizadas mejoran la información disponible en varios sentidos. Una de las principales mejoras es que permite declarar los tipos de interés aplicados por las IFM separando las nuevas operaciones (contratos suscritos en el mes de referencia) de los saldos vivos (contratos vivos suscritos en cualquier momento del tiempo). Los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones reflejan las condiciones de demanda y de oferta de los mercados de depósitos y préstamos vigentes en el momento del

- 1 Para más información, véase el artículo titulado «Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM» en el Boletín Mensual de abril del 2002.
- 2 Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO), L 10, de 12.01.02, p. 24.

ARTÍCULOS

Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro

acuerdo y, por lo tanto, resultan particularmente útiles para analizar, por ejemplo, la transmisión de la política monetaria a estos tipos de interés. Por el contrario, como los tipos de interés aplicados por las IFM a los saldos vivos abarcan todos los contratos vivos (suscritos tanto en el pasado como en el mes de referencia), se refieren al nivel histórico de los tipos de interés y, por lo tanto, reflejan también las decisiones adoptadas por las IFM en el pasado. Estos datos proporcionan información sobre los intereses pagados o recibidos por los hogares y las sociedades no financieras, lo que facilita el análisis de la evolución de la renta disponible y de la carga que representan los intereses. Desde el punto de vista de las IFM, el hecho de que las estadísticas hagan referencia tanto a los tipos de interés pagados como a los recibidos, permite analizar las variaciones de los márgenes medios de intereses aplicados por las entidades de crédito.

Una segunda mejora que incide tanto en los préstamos como en los depósitos es que los tipos de interés aplicados por las IFM se detallan sistemáticamente en dos componentes: los tipos que se aplican a los hogares y los que se aplican a las sociedades no financieras. Este detalle es importante para determinar, por ejemplo, si la política monetaria está afectando a estos sectores de forma diferente.

Una tercera mejora consiste en que los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y créditos se detallan en función del plazo de fijación inicial del tipo, lo que proporciona información sobre la duración del período para el que se fijan por primera vez los tipos. El plazo de fijación inicial del tipo y, de forma más general, la variabilidad de los tipos de interés, también son importantes para evaluar con exactitud el efecto de la política monetaria, ya que los tipos de interés que se aplican a los préstamos sin fijación del tipo, o con períodos iniciales de fijación del tipo de corta duración, pueden compararse con los tipos del mercado monetario, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos con períodos iniciales de fijación más largos pueden compararse con los del mercado de capitales. Una información más detallada sobre el plazo de fijación inicial del

tipo permite, por lo tanto, calcular con mayor precisión el diferencial entre los tipos de interés que aplican las IFM a los depósitos y a los préstamos y los tipos de interés vigentes en los mercados financieros. Además, los nuevos datos sobre el volumen de las nuevas operaciones, detallados en función de estos plazos de fijación inicial del tipo, también permiten analizar la sensibilidad de los hogares y las sociedades no financieras a las variaciones de los tipos de interés.

Una cuarta mejora estriba en que en los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos y créditos concedidos a las sociedades no financieras se distingue entre préstamos por importe inferior o igual a 1 millón de euros y préstamos por importe superior a 1 millón de euros. El importe del préstamo es uno de los muchos criterios que se toman en consideración al negociar un tipo de interés. La quinta y última mejora consiste en identificar los tipos de interés aplicados por las IFM a los descubiertos en cuenta separadamente de otras categorías de nuevas operaciones de préstamos y créditos.

Tras más de dos años publicando datos armonizados de los tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro, en este artículo se examina la importancia de estas estadísticas para el análisis económico desde la perspectiva de la política monetaria. La atención se centra, en primer lugar, en las mejoras del marco estadístico y se destacan las consiguientes ventajas para el análisis económico. A continuación, se analiza la disparidad de tipos obtenidos en los distintos países, y se ofrecen varias explicaciones posibles a estas diferencias. Finalmente, se resumen las principales conclusiones.

2 ANÁLISIS DE LA ESTADÍSTICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM A LOS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

COMPILACION DE LA INFORMACIÓN

Los respectivos bancos centrales nacionales (BCN) seleccionan, a nivel nacional, a las unidades que habrán de facilitar información sobre estos tipos de interés. El Reglamento permite a los

BCN recopilar los datos a partir de un censo de la población declarante total o utilizar una aproximación por muestreo. En este segundo caso, se definen unas normas mínimas para la selección de las unidades informantes, a fin de garantizar que las estadísticas resultantes ofrezcan información fiable y comparable sobre el nivel y la evolución de los tipos de interés, tanto en la zona del euro como en el ámbito nacional. En vista de la diferente organización institucional de los sistemas de banca minorista, y de las diferencias entre los productos (depósitos y préstamos) que ésta ofrece a sus clientes, se definieron unas normas mínimas con respecto a los procedimientos que se habrían de seguir para seleccionar a las unidades informantes, es decir, a las entidades integrantes de la muestra, en vez de imponer un procedimiento estándar uniforme para todos los Estados miembros. En total, unas 1.700 unidades informantes colaboraron en la estadística de tipos de interés, lo que representa una tasa de muestreo de más del 25%.

Este sistema de declaración de datos define categorías de instrumentos comunes y se basa, en gran medida, en los conceptos desarrollados para la estadística del BCE relativa a los balances de las IFM³. Este enfoque flexible permite hacer frente tanto al problema de las diferencias entre productos como a las innovaciones financieras. Se recogen datos sobre los tipos de interés, excluidos gastos, correspondientes a 29 categorías de instrumentos, en el caso de las nuevas operaciones, y a 14 categorías en el caso de los saldos vivos (en el cuadro se presenta un resumen de todas estas categorías). Las nuevas operaciones abarcan todos los nuevos contratos suscritos entre las respectivas IFM y sus clientes durante el mes de referencia así como todos los acuerdos previos cuyas condiciones hayan sido renegociadas durante el periodo de referencia. Los saldos vivos recogen el montante de los depósitos constituidos por los clientes en las IFM y el de los préstamos y créditos concedidos por las IFM a su clientela residente en la zona del euro en el periodo de referencia, bien referidos a fin de mes o bien referidos a la media del mes en cuestión.

Los tipos de interés se construyen como medias aritméticas ponderadas, utilizándose como ponderación el volumen de las nuevas operaciones o los

saldos vivos. Los volúmenes de las nuevas operaciones se obtienen a partir de la misma encuesta, mientras que los saldos vivos están disponibles a través de las estadísticas del BCE sobre los balances de las IFM. Tres categorías de instrumentos (depósitos a la vista, depósitos disponibles con preaviso y descubiertos en cuenta) constituyen un grupo separado: figuran como nuevas operaciones, pero su importe se ajusta al concepto de saldos vivos. Por otro lado, al objeto de evaluar y hacer un seguimiento de los costes distintos de intereses en las nuevas operaciones de préstamo, hay dos categorías de instrumentos (préstamos a hogares para consumo y préstamos a hogares para adquisición de vivienda), para los que además del tipo de interés excluidos los gastos, se compilan datos sobre la tasa anual equivalente (TAE), que comprende los costes totales del crédito para los prestatarios, es decir, los pagos en concepto de interés más todos los demás gastos relacionados con el préstamo.

ANÁLISIS DE LOS VOLÚMENES

Para los datos correspondientes al período comprendido entre enero de 2003 y abril de 2005, las ponderaciones de los hogares y de las sociedades no financieras con respecto al volumen de nuevas operaciones en la rúbrica de préstamos, excluidos los descubiertos en cuenta corriente, fueron, en promedio, del 30% y del 70%, respectivamente. Sin embargo, en lo que se refiere a los saldos vivos, las ponderaciones fueron, en promedio, del 55% y del 45%, respectivamente, en el mismo período. La diferencia estructural entre las nuevas operaciones y los saldos vivos tiene su origen en el hecho de que el plazo medio de vencimiento de los préstamos a los hogares es mayor en comparación con los préstamos a las sociedades no financieras. Los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda son un factor clave para explicar las diferencias estructurales que existen entre las nuevas operaciones y los saldos vivos de préstamos respecto a la asignación de las operaciones, dado que normalmente se otorgan con plazos de vencimiento más largos.

3 Especificadas en el Reglamento (CE) nº 2423/01 del Banco Central Europeo, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (BCE/2001/13) y sus enmiendas, DO L 333, de 17.12.01, p. 1.

Centrando el análisis en las nuevas operaciones de préstamos a los hogares, se observa que más de la mitad de estos nuevos préstamos (excluidos los descubiertos en cuenta) se concedieron para adquisición de vivienda, mientras que el resto de las nuevas operaciones se distribuye más o menos por igual entre créditos para consumo y otros fines. Alrededor de la mitad del volumen de los nuevos préstamos que se dedican a la adquisición de vivienda se concertaron sin fijación del tipo de interés, o con un plazo muy corto de fijación inicial del tipo. Al mismo tiempo, el carácter de inversión a largo plazo de las adquisiciones de vivienda resulta particularmente visible en los saldos vivos, ya que la gran mayoría de esos préstamos tienen un plazo inicial de más de cinco años.

Por lo que se refiere a las nuevas operaciones de préstamos a las sociedades no financieras, la importancia de los préstamos sin fijación del tipo o con un plazo de fijación inicial del tipo inferior o igual a un año era mayor que en el caso de los préstamos a los hogares y representaba más del 85% de todos los nuevos préstamos a dichas sociedades (excluidos los descubiertos en cuenta). Al mismo tiempo, menos de una tercera parte de los saldos vivos de préstamos a sociedades no financieras tienen un plazo inicial inferior o igual a un año, lo que indica una preferencia por los préstamos con plazos inicial superiores a un año y un plazo corto de fijación inicial del tipo, aunque no puede descartarse la posibilidad de que una parte del elevado volumen de nuevas operaciones de préstamo con plazos cortos de fijación del tipo refleje el hecho de que los préstamos con plazo inicial inferior o igual a un año tengan más probabilidades de renovarse con más frecuencia que otros.

El volumen de nuevas operaciones de préstamos también indica, de alguna manera, la evolución de la sensibilidad potencial de los hogares y las sociedades no financieras ante las variaciones de los tipos de interés. En cuanto a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, la proporción de nuevas operaciones sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año en el total de nuevas operaciones aumentó del 45% en enero de 2003 al 58% en abril de 2005. Suponiendo que los tipos de interés de dichas ope-

raciones se mantengan invariables durante un breve período después del primer período de fijación del tipo, y considerando que estos préstamos tienen normalmente un plazo inicial superior a cinco años, esta evolución indica que la importancia de los préstamos sin fijación del tipo para adquisición de vivienda ha aumentado en los últimos años. Hasta cierto punto, podría suceder lo mismo en el caso de los préstamos a sociedades no financieras. Mientras que, en los últimos años, las sociedades no financieras han tendido a prolongar los plazos de sus préstamos bancarios (como lo indica la proporción cada vez menor de saldos vivos de préstamos con plazo inicial inferior o igual a un año), la proporción relativa de préstamos con período inicial de fijación del tipo de corta duración se ha incrementado de forma paralela.

Por lo que respecta a los depósitos, los datos medios correspondientes al período comprendido entre enero de 2003 y abril de 2005 muestran una estructura de vencimientos muy diferente cuando se comparan las nuevas operaciones con los saldos vivos. En lo tocante a los nuevos depósitos a plazo, predomina la categoría que comprende los depósitos hasta un año, que representan el 95% del volumen total de depósitos a plazo, mientras que la categoría de nuevos depósitos a plazo a más de dos años sólo representa un 4%. Esta situación podría reflejar el hecho de que los depósitos a corto plazo se renuevan con más frecuencia que los depósitos a largo plazo. Dentro de los depósitos, las cesiones temporales son la única categoría en la que el volumen de nuevas operaciones es mayor que el de saldos vivos, de lo que se deduce que el plazo medio de vencimiento es inferior a un mes.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM A LOS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

El detalle que ofrece esta estadística respecto a las nuevas operaciones de préstamos y depósitos proporciona un conocimiento más profundo en varias áreas. Una de las principales ventajas es la descomposición adicional de los nuevos préstamos en diferentes plazos de fijación inicial del tipo. En el cuadro se observa que, en promedio, los tipos de interés que se cobran por los nuevos préstamos

aumentan a medida que lo hace el plazo de fijación inicial del tipo, lo que refleja la pendiente positiva, en promedio, de la curva de rendimientos sin riesgo (medida, por ejemplo, por la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el EURIBOR a tres meses) durante el período de referencia. Como consecuencia, el nuevo detalle permite calcular con más precisión el diferencial de los tipos de interés que aplican las IFM en relación con tipos de interés financieros a plazos comparables.

En lo que respecta a las variaciones de los tipos de interés, aunque sólo se tome en consideración el breve período transcurrido desde enero del 2003, los tipos correspondientes a los préstamos con plazos cortos de fijación inicial del tipo han mostrado, en general, una tendencia a bajar gradualmente, mientras que la evolución de los tipos de los préstamos con plazos de fijación más largos ha sido más volátil. Este comportamiento se refleja también en las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo, de lo que se deduce que, para realizar un análisis exacto del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, se requiere información sobre la duración de los tipos en cuestión⁴. Para el período transcurrido hasta diciembre de 2002, es decir, antes de que se recopilase esta nueva estadística, sólo podía hacerse un análisis incierto, ya que en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela no se distinguía entre períodos cortos y largos de fijación del tipo.

En el cuadro se demuestra asimismo la importancia de distinguir entre descubiertos en cuenta y otros préstamos con períodos cortos de fijación inicial del tipo. Para los hogares, el tipo correspondiente a los descubiertos en cuenta es más de 310 puntos básicos más alto que el de los créditos para consumo sin fijación del tipo y con plazo de fijación inicial del tipo de hasta un año. En el caso de las sociedades no financieras, la diferencia entre el tipo correspondiente a los descubiertos en cuenta y el de otros préstamos (inferiores o iguales a 1 millón de euros) sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo de hasta un año era considerablemente menor, pero aún así ascendía, en promedio, a unos 140 puntos básicos. Los

tipos más altos de los descubiertos en cuenta reflejan una prima por la disponibilidad de los fondos y podrían incorporar también alguna penalización cuando el descubierto sobrepase el límite acordado entre la entidad de crédito y el cliente.

En el cuadro se observa también que, en promedio, los préstamos de volúmenes elevados se otorgan a tipos de interés más bajos que los préstamos de importes pequeños. El nivel de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos de hasta 1 millón de euros excedía, durante el período de referencia, entre 50 y 135 puntos básicos al correspondiente a los nuevos préstamos de más de 1 millón de euros. En muchos casos, los préstamos de mayor volumen se conceden a grandes sociedades no financieras que tienen una capacidad de negociación más favorable con las entidades de crédito, dado que dependen menos de la financiación de estas entidades.

De la misma manera, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos depósitos permiten observar algunas diferencias entre las sociedades no financieras y los hogares, aunque en menor medida que en el caso de los préstamos. En promedio, las IFM ofrecen una remuneración más generosa por sus depósitos a las sociedades no financieras que a los hogares. En el caso de los depósitos a la vista, esta diferencia asciende, en promedio, a 20 puntos básicos. La diferencia entre los tipos de interés aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras y los hogares para los depósitos a plazo hasta un año, que se sitúa en 8 puntos básicos, es considerablemente menor.

Los datos sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a los saldos vivos, disponibles desde enero del 2003, indican que los márgenes totales, medidos por la diferencia entre el tipo de interés medio de los saldos vivos de préstamos y créditos y de depósitos, se han reducido ligeramente en los últimos años. Ello podría deberse al hecho de que una gran proporción de los préstamos se conceden sin fijación del tipo de interés o con un corto plazo

⁴ Para más información, véase por ejemplo, el recuadro titulado «Transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos desde el inicio de la tercera fase de la UEM» en el Boletín Mensual de marzo del 2005.

Cuadro Estadística de los tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro

(medias entre enero del 2003 y abril del 2005)

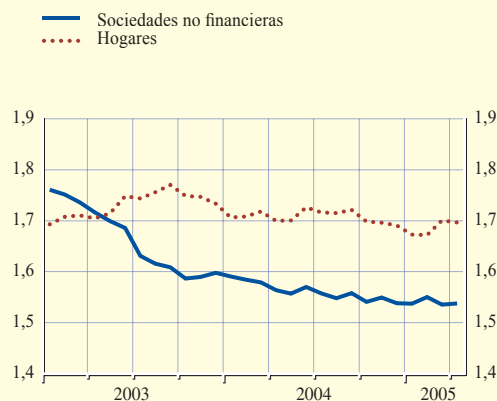
			Tipos de interés aplicados por las IFM		Volumen de operaciones	
			Media (porcentaje anual)	Coefficiente de variación entre países ¹⁾	(mm de euros)	
NUEVAS OPERACIONES						
Depósitos						
De hogares	A la vista ²⁾		0,74	0,48	1.304,4	
	A plazo	Hasta 1 año	2,01	0,08	103,2	
		Más de 1 año y hasta 2 años	2,29	0,14	2,9	
		Más de 2 años	2,53	0,28	7,9	
	Disponibles con preaviso	Hasta 3 meses ²⁾	2,03	0,36	1.424,3	
		Más de 3 meses ²⁾	2,74	0,08	90,7	
De sociedades no financieras	A la vista ²⁾		0,94	0,46	588,2	
	A plazo	Hasta 1 año	2,09	0,03	167,3	
		Más de 1 año y hasta 2 años	2,38	0,13	0,6	
		Más de dos años	3,46	0,19	2,5	
	Cesiones temporales		2,13	0,04	135,8	
Préstamos y créditos						
A hogares	Descubiertos en cuenta ²⁾		9,91	0,16	174,3	
	Para consumo	Sin fijación del tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	6,79	0,27	5,5	
		Más de 1 año y hasta 5 años de fijación inicial del tipo	6,91	0,13	10,9	
		Más de 5 años de fijación inicial del tipo	8,27	0,11	5,7	
	Para adquisición de vivienda	Sin fijación del tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	3,59	0,11	24,7	
		Más de 1 año y hasta 5 años de fijación inicial del tipo	4,14	0,09	7,5	
		Más de 5 años de fijación inicial de tipo	4,80	0,07	8,8	
		Más de 10 años de fijación inicial del tipo	4,70	0,06	8,4	
	Para otros fines	Sin fijación del tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	4,12	0,15	19,6	
		Más de 1 año y hasta 5 años de fijación inicial del tipo	5,01	0,07	3,2	
		Más de 5 años de fijación inicial del tipo	5,02	0,11	3,4	
	A sociedades no financieras	Descubiertos en cuenta ²⁾		5,54	0,20	469,3
		Otros préstamos hasta 1 millón de euros:	Sin fijación del tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	4,12	0,12	61,6
Más de 1 año y hasta 5 años de fijación inicial del tipo			4,80	0,08	5,7	
Más de 5 años de fijación inicial del tipo			4,73	0,06	4,0	
Otros préstamos superiores a 1 millón de euros:		Sin fijación del tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	3,11	0,08	132,9	
Más de 1 año y hasta 5 años de fijación inicial del tipo	3,44	0,13	12,4			
Más de 5 años de fijación inicial del tipo	4,26	0,10	10,3			
SALDOS VIVOS						
Depósitos						
De los hogares	A plazo	Hasta 2 años	2,05	0,11	512,6	
		Más de 2 años	3,36	0,14	604,4	
De sociedades no financieras	A plazo	Hasta 2 años	2,22	0,08	247,0	
		Más de 2 años	4,14	0,21	60,6	
	Cesiones temporales		2,13	0,07	85,4	
Préstamos y créditos						
A hogares	Para adquisición de vivienda	Hasta 1 año	4,97	0,12	14,7	
		Más de 1 año y hasta 5 años	4,84	0,07	65,6	
		Más de 5 años	5,10	0,14	2.302,1	
	Crédito al consumo y otros fines	Hasta 1 año	8,31	0,16	246,9	
		Más de 1 año y hasta 5 años	7,28	0,13	276,6	
		Más de 5 años	5,97	0,09	623,4	
A sociedades no financieras	Hasta 1 año	4,54	0,14	917,2		
	Más de 1 año y hasta 5 años	4,16	0,10	505,9		
	Más de 5 años	4,70	0,13	1.495,1		

1) El coeficiente de variación entre países se calcula como la desviación típica ponderada de los tipos de interés de los distintos países dividida por el tipo de interés medio de la zona del euro.

2) Los volúmenes de operaciones de estas nuevas categorías de instrumentos corresponden a los saldos vivos y no al volumen de los nuevos acuerdos suscritos dentro de los meses de referencia como ocurre con las otras categorías de instrumentos de nuevas operaciones.

Gráfico 1 Pagos de intereses netos¹⁾

(en porcentaje del PIB)

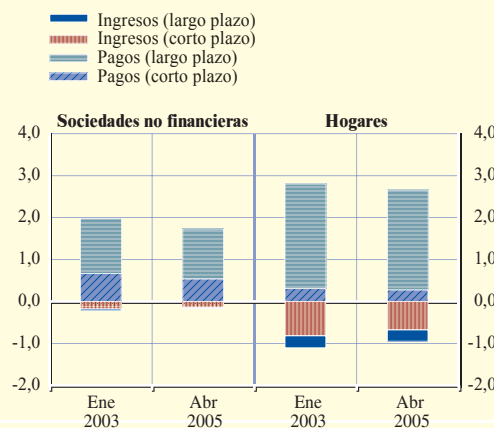


Fuente: BCE.

1) Diferencia entre los intereses pagados por los saldos vivos de préstamos de las IFM denominados en euros y los intereses devengados por los depósitos en las IFM denominados en euros.

Gráfico 2 Intereses pagados y devengados¹⁾

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) El interés devengado se ha multiplicado por -1 a efectos ilustrativos.

de fijación inicial del tipo y que los márgenes pueden estrecharse en una fase de reducción de los tipos de interés como resultado de la típica lentitud con que muchos tipos de depósito se suman a esas caídas.

En promedio, las IFM han cobrado a los hogares tipos de interés más altos por sus préstamos y les han pagado intereses más bajos por sus depósitos. Cabe señalar también que no es posible extraer conclusiones sólidas sobre la rentabilidad de las entidades de crédito basándose únicamente en los tipos de interés aplicados por las IFM, porque una gran parte de la financiación de las IFM tiene su origen en los valores (cuya importancia relativa ha aumentado desde enero de 2003) y porque los tipos de interés aplicados por las IFM no incluyen las comisiones ni otros ingresos o gastos.

En el gráfico 1 se presentan los pagos de intereses netos de las sociedades no financieras y de los hogares, calculados como la diferencia entre los intereses pagados por los saldos vivos de préstamos de las IFM denominados en euros y los intereses devengados por los depósitos en las IFM denominados en euros. Dado que las sociedades no financieras son deudores netos frente a las IFM (en el sentido de que sus saldos de préstamos sobrepasan

con creces el importe de sus depósitos)⁵, el entorno de bajos tipos de interés ha dado lugar a una reducción de la carga neta por este concepto, a pesar de que estas sociedades han acumulado deuda en los últimos años, lo que ha contribuido a una mejora de la situación de liquidez del sector empresas. Los hogares, por el contrario, son acreedores netos frente a las IFM (en el sentido de que el volumen de sus saldos de préstamos es mucho menor que el de sus depósitos). Como consecuencia, la reducción de los pagos de intereses que trajo consigo la bajada de los tipos de interés se contrarrestó, en parte, con la disminución de sus ingresos en concepto de intereses devengados, lo que hizo que, en conjunto, la carga neta correspondiente a intereses se mantuviera más o menos sin variación (véase también gráfico 2).

3 ORIGEN DE LAS DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES

La estadística armonizada de los tipos de interés aplicados por las IFM permite comparar mejor los tipos de interés entre unos países y otros. En el cuadro se muestra que la dispersión internacional de dichos tipos de interés, medida por el coeficiente de variación, oscila considerablemente de un instrumento a otro, a pesar de la no-

table convergencia de los tipos de interés observada en la zona del euro en los últimos años. En esta sección se analizan los factores que determinan la dispersión de los tipos de interés aplicados por las IFM entre los distintos países, prestando especial atención a las categorías de nuevas operaciones, ya que éstas se refieren a tipos de interés que se contratan al mismo tiempo en los diversos países.

En primer lugar, las diferencias entre productos pueden dar lugar a diferencias entre unos países y otros. Por ejemplo, los planes de financiación de la vivienda pueden requerir un cierto período de ahorro previo (a tipos de interés inferiores a los del mercado minorista), pasado el cual, el ahorrador tiene derecho a recibir un préstamo para vivienda (por un importe predeterminado y a tipos de interés inferiores a los tipos esperados del mercado minorista). Puede ocurrir que estos planes no existan en todos los países de la zona del euro o que difieran en sus principales características, lo que significa que los tipos de interés aplicados por las respectivas IFM a los depósitos de los hogares a plazo a más de dos años y a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda pueden verse afectados en diversa medida.

De la misma manera, las diferencias entre las convenciones y prácticas nacionales pueden dar lugar a divergencias entre unos países y otros. Los depósitos a la vista, por ejemplo, pueden no estar remunerados debido a determinadas prácticas comerciales nacionales. En el caso de los descubiertos en cuenta, el hecho de que esta categoría de préstamos conlleve elevados tipos de penalización en algunos países puede dar lugar a notables diferencias. Además, las prácticas habituales con respecto a la amortización anticipada de los préstamos pueden variar de un país a otro.

Los tipos de interés aplicados por las IFM pueden verse afectados por ciertas normas de ámbito nacional que definen anticipadamente por ley un nivel dado para los tipos de interés. En lo que respecta a las categorías de tipos de interés aplicados por las IFM, ello podría afectar a los

depósitos a la vista, a los depósitos a plazo y a los depósitos disponibles con preaviso. En el caso de los depósitos a la vista, por ejemplo, una de las principales razones de la fuerte dispersión observada a escala internacional resultó ser la existencia, hasta hace muy poco tiempo, de tipos de interés regulados en algunos países, así como la presencia de diferencias relativamente acusadas entre las características propias de estos instrumentos. La normativa puede exigir también la imposición de máximos a los tipos de interés de ciertos préstamos. En la medida en que dichos máximos sean vinculantes, pueden explicar las diferencias entre países, y posiblemente también las asimetrías en la transmisión de los tipos de interés.

Los tipos de interés compilados por las IFM son tipos antes de impuestos y no incluyen las subvenciones directas del Gobierno a los préstamos o los depósitos de los hogares y las sociedades no financieras. No obstante, dado que influyen en los precios relativos de diversos productos bancarios y, por lo tanto, en la demanda y la oferta, los impuestos y las subvenciones pueden afectar indirectamente a la ponderación de los productos subvencionados o gravados en los tipos de interés aplicados por las IFM que declara cada país. Habida cuenta de que los impuestos y las subvenciones dependen de las diferentes políticas que aplican los Gobiernos nacionales, pueden contribuir a las diferencias observadas en dichos tipos de interés entre los distintos países. Además, el Gobierno también puede otorgar subvenciones indirectas, por ejemplo, en forma de una garantía pública a los préstamos para adquisición de vivienda de algunos hogares, y, como resultado, a los prestatarios se les cobran unos tipos de interés más bajos.

No se requiere a las entidades que detallen los préstamos y créditos que conceden en función de las garantías. La existencia de cualquier forma de garantía puede afectar al nivel de los tipos de interés aplicados por las IFM. Por consiguiente, el grado en que el uso de garantías (incluidos diferentes niveles de relación entre el principal y el valor de la garantía) varíe de un país a otro puede

dar lugar a diferencias entre unos países y otros en el nivel de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos.

Un factor adicional que podría explicar las diferencias en los tipos de interés entre los distintos países es la amplitud de las actuales categorías de instrumentos con respecto a los vencimientos y los plazos de fijación inicial del tipo, junto con las diferencias en la distribución de los vencimientos por países. Dado que, normalmente, la pendiente de la curva de rendimientos es ascendente, ello podría dar lugar a que los niveles de los tipos de interés aplicados por las IFM sean diferentes en cada país.

De forma más general, la teoría económica clásica sugiere que en el comportamiento de las entidades de crédito en lo que a fijación de tipos de interés se refiere podrían influir muchos otros factores, como el grado de competencia entre las entidades de crédito, la profundidad del mercado, la competencia de otras posibilidades de financiación e inversión basadas en el mercado, el riesgo de crédito y de tipos de interés percibido, los costes de financiación, el coste de cambiar de banco, la existencia de información asimétrica sobre la clientela y la intensidad de la relación entre la entidad de crédito y sus clientes. Cualquier diferencia significativa entre países con respecto a estos factores puede dar lugar a divergencias en los tipos de interés aplicados por las IFM, y puede también, de hecho, explicar las diferencias dentro de un mismo país.

4 CONCLUSIÓN

Desde principios del año 2003, el BCE compila estadísticas armonizadas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos concedidos a los residentes en la zona del euro, y a los depósitos recibidos. Este conjunto de datos permite realizar un mejor seguimiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, del comportamiento de los agregados monetarios y de los cambios en la estructura del sistema bancario, y facilita, además, la comparación de los tipos de interés entre unos países y otros. Si bien el análisis de los volúmenes de operaciones puede proporcionar un indicio de la importancia relativa de las respectivas categorías de instrumentos en el ámbito de la zona del euro, también puede servir para evaluar la relevancia de los distintos productos en los diferentes países.

Tras más de dos años publicando estos datos, la información obtenida revela la existencia de divergencias del nivel de los tipos de interés correspondientes a algunas categorías de instrumentos entre unos países y otros. Las razones de esta dispersión pueden encontrarse a menudo en la existencia de distintos marcos reguladores y de diferencias en las prácticas nacionales y en las características de los productos, que también pueden dar lugar a diferencias en los niveles de garantía y en los vencimientos y plazos medios iniciales de fijación del tipo. Por consiguiente, aunque se ha logrado mejorar sensiblemente la estadística de los tipos de interés aplicados por las IFM para diversos tipos de análisis, es importante tener en cuenta estos factores a la hora de comparar los datos de diversos países.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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 ⁹
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	8,8	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 I	9,7	7,1	6,7	-	7,3	9,0	2,14	3,67
II	.	.	.	-	.	.	2,12	3,41
2005 Ene	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	8,6	2,15	3,63
Feb	10,2	7,3	6,7	6,6	7,3	8,9	2,14	3,62
Mar	9,3	7,1	6,5	6,6	7,6	11,7	2,14	3,76
Abr	9,3	7,4	6,8	6,9	7,4	13,2	2,14	3,57
May	10,1	7,6	7,3	.	7,6	.	2,13	3,41
Jun	.	.	.	.	.	.	2,11	3,25

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	2,8	0,7	0,3	81,1	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,6	2,0	1,9	81,7	0,6	8,9
2004 III	2,2	3,1	2,5	1,8	2,8	82,1	0,6	8,9
IV	2,3	3,8	2,5	1,5	1,1	82,0	0,9	8,8
2005 I	2,0	4,1	3,1	1,3	1,0	81,4	1,0	8,8
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Ene	1,9	3,9	-	-	2,4	81,9	-	8,8
Feb	2,1	4,2	-	-	0,5	-	-	8,8
Mar	2,1	4,2	-	-	0,1	-	-	8,9
Abr	2,1	4,3	-	-	1,0	80,9	-	8,9
May	1,9	3,5	-	-	-	-	-	8,8
Jun	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 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	107,8	1,2977
2005 I	6,0	14,7	-25,2	0,2	284,9	105,7	107,8	1,3113
II	.	.	.	.	.	103,4	105,6	1,2594
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	4,1	8,4	-9,0	-4,5	284,9	106,0	108,2	1,3201
Abr	-11,3	3,4	-6,4	-2,8	288,9	105,1	107,2	1,2938
May	.	.	.	.	291,6	104,0	106,2	1,2694
Jun	.	.	.	.	.	101,2	103,4	1,2165

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 10 Jun	2005 17 Jun	2005 24 Jun	2005 1 Jul
Oro y derechos en oro	126.955	126.825	126.717	138.451
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	155.216	152.351	152.950	162.561
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	20.362	20.913	20.302	21.043
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	8.995	9.320	9.028	9.177
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	369.048	373.581	400.069	398.187
Operaciones principales de financiación	279.001	283.501	309.999	308.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.002	90.002	90.002	90.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	14	77	7	184
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	31	1	61	2
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	2.541	2.907	3.124	3.229
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	83.966	83.448	84.230	85.746
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	41.182	41.198	41.198	40.731
Otros activos	129.700	130.296	130.250	129.316
Total activo	937.965	940.839	967.868	988.441

2. Pasivo

	2005 10 Jun	2005 17 Jun	2005 24 Jun	2005 1 Jul
Billetes en circulación	519.084	519.662	520.389	525.982
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	144.940	147.508	146.626	153.971
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	144.926	147.467	146.608	153.958
Facilidad de depósito	13	13	18	12
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	28	0	1
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	141	141	142	153
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	62.738	62.931	90.781	75.720
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9.834	10.050	9.880	9.741
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	238	332	416	339
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.367	8.761	8.534	9.129
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.701	5.701	5.701	5.896
Otros pasivos	54.672	55.503	55.149	56.929
Cuentas de revalorización	71.961	71.961	71.961	92.292
Capital y reservas	58.289	58.289	58.289	58.289
Total pasivo	937.965	940.839	967.868	988.441

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 16 Mar	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	3 12.429	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
8	3 65.346	316	279.000	2,00	2,05	2,05	7
15	372.104	340	283.500	2,00	2,05	2,05	7
22	378.472	364	310.000	2,00	2,05	2,05	7
29	353.941	343	308.000	2,00	2,05	2,06	7
6 Jul	389.743	336	307.500	2,00	2,05	2,05	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 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
30 Jun	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 Ene ⁵⁾	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
7 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	3.708	6	3.708	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 ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 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	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1
Abr	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1

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 1	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
2005 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	145,5	0,9	0,0	2,05
12 Jul	147,2	.	.	.	.

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
7 Jun	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	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	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
May ^(p)	1.275,5	581,0	21,5	0,6	558,9	173,6	156,3	1,8	15,4	-	13,9	304,1	13,1	189,8
IFM, excluido el Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.826,3	812,4	7.557,4	4.456,5	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,6	72,5	943,1	2.942,8	159,6	1.219,7
2005 Ene	21.658,5	12.909,4	817,2	7.596,9	4.495,3	3.236,6	1.339,8	469,5	1.427,2	75,7	961,5	3.070,3	157,4	1.247,8
Feb	21.824,0	12.967,4	807,9	7.622,8	4.536,7	3.287,6	1.367,7	479,7	1.440,2	75,4	965,3	3.122,4	157,6	1.248,3
Mar	22.045,3	13.054,7	805,7	7.674,4	4.574,6	3.294,1	1.357,3	480,7	1.456,1	72,5	974,8	3.189,1	156,7	1.303,4
Abr	22.474,6	13.229,2	811,3	7.720,7	4.697,2	3.339,1	1.371,8	489,7	1.477,6	76,2	1.043,9	3.300,3	156,5	1.329,5
May ^(p)	22.694,2	13.330,9	809,2	7.786,7	4.735,0	3.342,5	1.369,2	496,3	1.477,0	75,5	1.047,4	3.347,3	157,2	1.393,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 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	1.286,3	523,2	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	25,9	173,5
May ^(p)	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	0,0	11.487,4	137,7	6.641,7	4.708,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 Ene	21.658,5	0,0	11.534,4	122,9	6.656,2	4.755,2	692,1	3.527,3	1.201,3	2.968,7	1.734,8
Feb	21.824,0	0,0	11.602,6	138,7	6.659,8	4.804,1	691,0	3.579,7	1.205,8	3.008,3	1.736,7
Mar	22.045,3	0,0	11.659,2	125,0	6.707,6	4.826,7	687,7	3.614,7	1.212,6	3.084,6	1.786,6
Abr	22.474,6	0,0	11.838,2	120,2	6.759,8	4.958,2	704,1	3.667,3	1.225,7	3.198,0	1.841,3
May ^(p)	22.694,2	0,0	11.895,8	125,9	6.810,2	4.959,8	710,2	3.696,7	1.234,6	3.285,2	1.871,6

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 1	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 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
Saldos vivos											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.720,3	8.391,9	833,9	7.558,0	1.906,8	1.439,9	466,9	666,4	3.234,5	173,6	1.347,1
2005 Ene	15.987,6	8.436,2	838,7	7.597,5	1.954,6	1.483,4	471,2	678,1	3.368,4	172,1	1.378,0
Feb	16.101,3	8.452,8	829,4	7.623,5	1.995,6	1.514,3	481,3	681,5	3.416,7	170,1	1.384,6
Mar	16.278,0	8.502,3	827,2	7.675,0	1.991,4	1.509,1	482,3	686,9	3.485,8	169,2	1.442,4
Abr	16.555,8	8.554,1	832,7	7.721,3	2.016,1	1.524,9	491,3	741,1	3.601,0	169,6	1.474,0
May ^(p)	16.744,7	8.618,0	830,7	7.787,3	2.023,6	1.525,5	498,1	741,4	3.651,4	170,3	1.540,1
Operaciones											
2003	766,9	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	225,2	-3,6	-28,6
2004	1.267,0	500,0	-5,9	505,9	92,0	58,1	33,9	34,5	435,2	2,7	202,7
2005 Ene	201,4	42,3	3,8	38,5	42,5	38,2	4,3	10,9	82,1	-1,3	24,9
Feb	133,4	17,4	-9,2	26,6	43,0	32,5	10,6	1,5	66,2	-2,1	7,4
Mar	135,2	49,8	-1,9	51,7	-4,8	-5,8	1,0	6,1	43,7	-0,9	41,2
Abr	263,9	52,5	5,5	47,0	20,7	12,6	8,1	56,0	105,6	-0,1	29,2
May ^(p)	108,8	60,5	-2,3	62,8	2,8	-3,1	5,9	-3,0	-15,9	0,7	63,7

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾ 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones ²⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
Saldos vivos										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.720,3	468,4	162,4	6.656,8	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.843,0	34,0
2005 Ene	15.987,6	459,9	180,6	6.672,2	616,4	2.086,6	1.049,8	2.994,5	1.899,0	28,6
Feb	16.101,3	463,6	210,1	6.678,3	615,5	2.125,7	1.053,9	3.030,1	1.903,3	21,0
Mar	16.278,0	471,7	186,1	6.725,2	615,2	2.144,7	1.060,6	3.109,5	1.957,9	7,1
Abr	16.555,8	481,0	179,5	6.775,6	627,9	2.175,6	1.061,7	3.224,0	2.014,8	15,7
May ^(p)	16.744,7	485,8	172,1	6.827,4	634,6	2.204,8	1.074,7	3.309,9	2.046,9	-11,6
Operaciones										
2003	766,9	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,5	59,8
2004	1.267,0	70,5	6,1	377,1	22,3	197,1	50,4	276,8	229,3	37,3
2005 Ene	201,4	-8,5	18,2	9,0	12,4	6,8	-0,4	104,7	73,5	-14,3
Feb	133,4	3,7	29,5	4,7	-1,7	43,5	5,6	52,4	-1,0	-3,1
Mar	135,2	8,2	-24,0	44,2	-0,3	14,2	5,3	57,6	49,5	-19,5
Abr	263,9	9,3	-6,6	49,5	13,2	28,7	-2,4	107,9	56,7	7,6
May ^(p)	108,8	4,8	-7,4	45,0	7,5	16,9	6,3	32,5	44,5	-41,3

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

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

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	908,5	6.142,4	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6	
2004	2.912,6	2.662,8	5.575,3	963,2	6.538,5	-	4.452,7	2.298,1	8.692,3	7.552,8	373,3	
2005 Ene	2.961,1	2.665,2	5.626,3	949,4	6.575,7	-	4.494,0	2.328,2	8.752,6	7.600,8	373,8	
Feb	2.993,0	2.666,6	5.659,6	949,1	6.608,7	-	4.530,9	2.342,3	8.794,2	7.633,6	392,2	
Mar	3.007,3	2.675,7	5.683,0	942,6	6.625,6	-	4.574,8	2.326,4	8.835,0	7.675,3	391,0	
Abr	3.025,6	2.694,7	5.720,3	954,8	6.675,1	-	4.608,7	2.352,1	8.910,2	7.705,0	409,9	
May ^(p)	3.049,2	2.704,4	5.753,7	975,3	6.728,9	-	4.654,7	2.338,7	8.979,7	7.770,9	362,2	
Operaciones												
2003	259,4	113,4	372,9	32,6	405,5	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,3	
2004	240,4	111,9	352,2	56,1	408,3	-	340,6	54,5	574,3	505,4	160,6	
2005 Ene	46,1	-0,4	45,6	-13,5	32,1	-	19,5	23,8	58,5	46,9	-3,8	
Feb	32,2	-0,6	31,6	-6,9	24,7	-	49,0	15,7	40,9	33,6	19,5	
Mar	13,8	7,7	21,4	-6,3	15,2	-	36,8	-16,3	41,7	41,8	-4,7	
Abr	17,9	18,6	36,5	13,7	50,2	-	27,1	22,5	76,8	30,5	15,9	
May ^(p)	20,8	6,7	27,5	21,0	48,5	-	26,2	-17,3	62,3	62,6	-60,5	
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	96,3	
2004 Dic	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,1	160,6	
2005 Ene	9,6	4,5	7,1	4,8	6,8	6,7	8,0	3,6	7,3	7,3	115,1	
Feb	10,2	4,3	7,3	2,8	6,7	6,6	8,7	4,1	7,3	7,3	120,1	
Mar	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,6	2,3	7,5	7,6	98,0	
Abr	9,3	5,3	7,4	3,2	6,8	6,9	8,3	2,9	7,7	7,4	88,9	
May ^(p)	10,1	4,9	7,6	6,0	7,3	.	8,4	1,5	7,8	7,6	61,3	

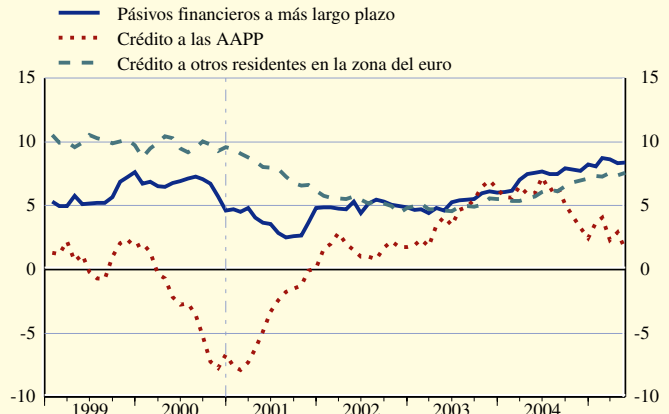
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias

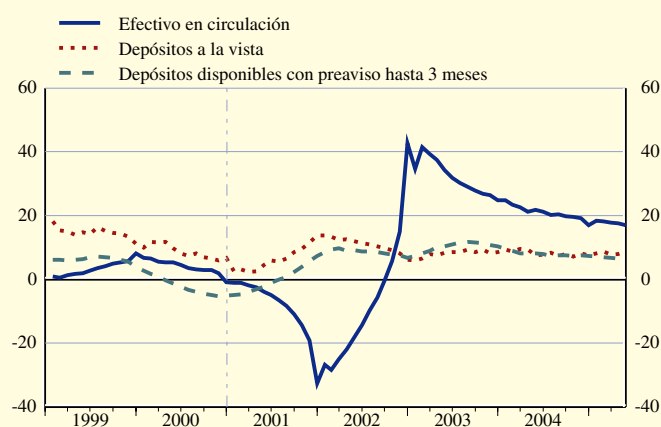
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,6	597,3	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.459,9	1.028,1	1.634,7	240,6	620,3	102,3	1.962,6	89,6	1.355,5	1.044,9
2005 Ene	466,7	2.494,4	1.025,6	1.639,5	230,5	619,7	99,2	1.993,4	90,0	1.364,4	1.046,2
Feb	471,6	2.521,4	1.021,0	1.645,6	220,8	612,3	116,1	2.013,8	90,4	1.370,4	1.056,2
Mar	477,5	2.529,8	1.019,7	1.656,0	224,5	610,3	107,8	2.036,2	90,9	1.387,2	1.060,5
Abr	481,5	2.544,2	1.030,6	1.664,1	216,7	617,9	120,2	2.056,2	91,3	1.395,1	1.066,1
May ^(p)	486,9	2.562,3	1.025,3	1.679,1	234,1	626,7	114,5	2.086,0	91,4	1.396,1	1.081,2
Operaciones											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,5
2004	65,7	174,6	-0,7	112,6	22,9	21,9	11,2	185,2	-1,1	106,5	50,0
2005 Ene	14,0	32,1	-5,1	4,7	-10,2	0,3	-3,5	13,1	0,4	8,0	-2,0
Feb	4,9	27,3	-7,5	6,9	-9,6	-8,2	11,0	30,7	0,4	6,3	11,6
Mar	5,9	7,8	-1,8	9,5	3,6	-1,9	-8,0	17,3	0,0	16,6	2,9
Abr	3,9	14,0	10,6	8,0	-7,8	8,0	13,4	16,8	0,5	7,8	2,0
May ^(p)	5,5	15,4	-8,1	14,8	17,3	9,6	-5,9	17,6	0,0	0,1	8,5
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 Dic	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,6	3,7	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 Ene	18,5	8,1	0,5	7,1	6,8	4,3	3,2	9,9	-0,4	8,6	4,8
Feb	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,9	11,1	0,4	8,5	5,4
Mar	17,8	7,8	1,6	6,8	4,0	1,8	7,0	10,5	0,5	9,3	5,2
Abr	17,5	7,9	3,2	6,6	0,1	2,6	13,8	10,3	1,2	8,8	4,7
May ^(p)	17,0	8,8	1,9	6,8	8,5	4,2	10,9	10,6	1,7	8,4	5,0

C3 Componentes de los agregados monetarios

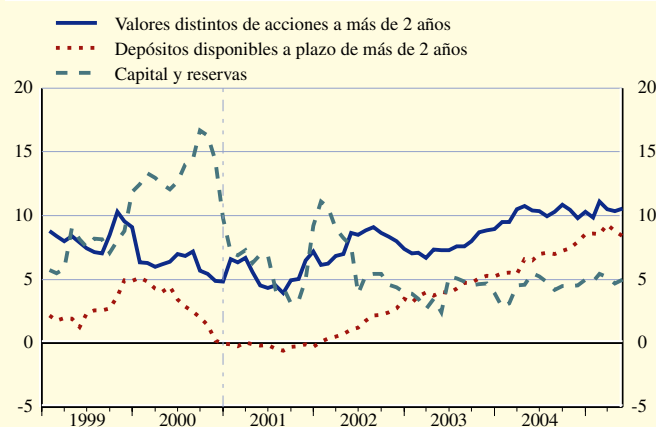
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

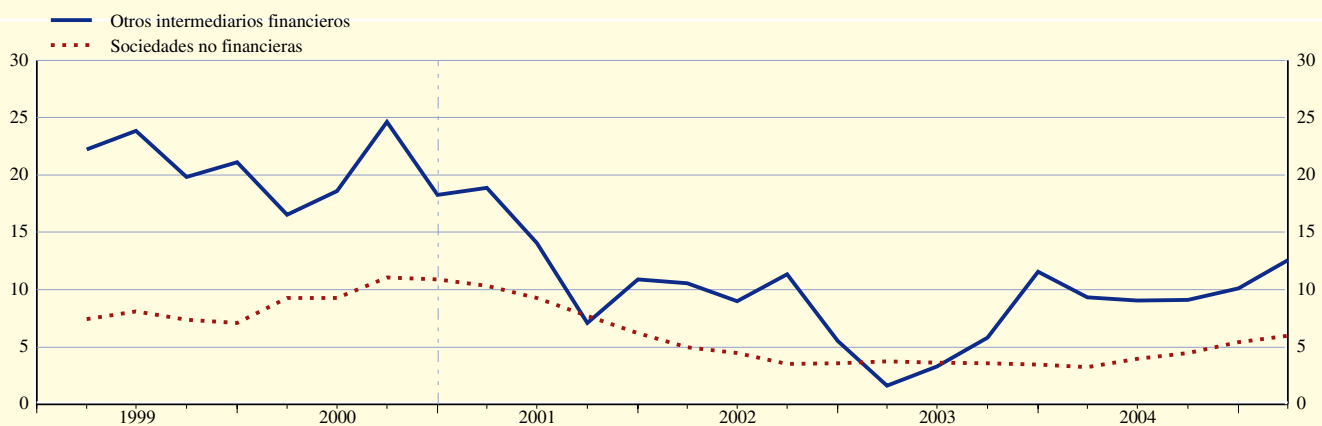
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,7	334,8	3.153,8	974,4	546,8	1.632,7
2005 Ene	55,5	38,6	547,5	339,2	3.171,1	980,6	555,3	1.635,2
Feb	59,1	41,3	551,2	345,0	3.174,5	982,2	551,0	1.641,4
Mar	58,2	40,1	561,4	351,3	3.193,5	987,4	555,5	1.650,6
Abr	59,3	41,1	557,8	344,5	3.216,0	994,3	559,8	1.662,0
May ^(p)	62,1	43,5	569,0	352,8	3.235,9	996,2	564,6	1.675,1
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	50,5	26,2	164,0	24,2	31,1	108,7
2005 Ene	6,6	7,0	-1,3	3,1	17,1	6,3	8,4	2,4
Feb	3,0	2,0	4,4	6,2	2,3	-1,3	-4,0	7,6
Mar	-1,0	-1,1	8,4	5,7	19,9	5,6	4,9	9,5
Abr	1,1	1,0	-3,3	-6,3	24,1	7,1	5,6	11,4
May ^(p)	2,7	2,3	8,9	6,9	19,2	1,3	4,4	13,5
Tasas de crecimiento								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	10,1	8,5	5,4	2,5	6,0	7,1
2005 Ene	16,3	11,9	10,1	10,8	5,7	3,0	7,3	7,0
Feb	24,2	21,5	9,2	10,7	5,7	3,6	6,3	6,9
Mar	23,6	21,8	12,5	17,4	6,0	4,2	6,9	6,8
Abr	14,3	7,8	9,9	11,1	6,0	4,5	6,8	6,7
May ^(p)	8,9	0,6	10,4	11,7	6,3	5,2	6,5	6,9

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

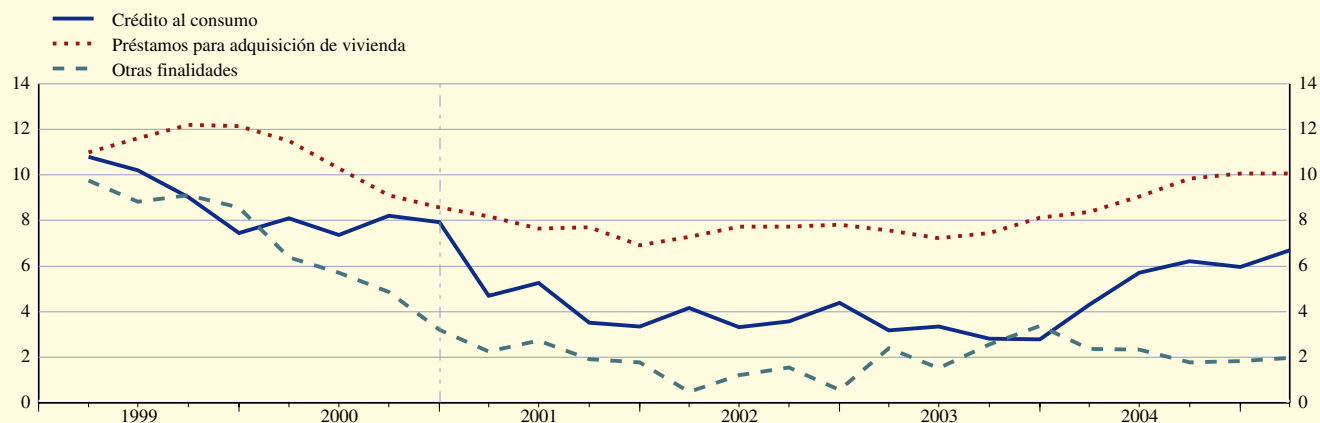
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,2	514,5	118,3	190,5	205,7	2.592,3	15,5	65,8	2.511,1	701,4	144,4	99,6	457,4
2005 Ene	3.822,9	514,1	119,2	189,3	205,6	2.607,9	15,0	65,6	2.527,3	700,8	143,8	98,4	458,6
Feb	3.837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2.622,8	14,9	65,7	2.542,2	701,3	143,6	98,4	459,4
Mar	3.861,4	519,7	120,2	191,5	208,0	2.641,0	15,0	67,1	2.559,0	700,7	144,1	98,9	457,7
Abr	3.887,6	522,7	120,2	192,3	210,1	2.662,1	14,2	65,0	2.583,0	702,8	142,6	100,4	459,8
May ^{op)}	3.919,7	527,2	121,7	194,2	211,3	2.687,2	14,1	65,0	2.608,1	705,3	140,7	102,8	461,8
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	278,3	28,8	6,8	8,6	13,3	237,0	0,9	2,9	233,1	12,5	-0,9	2,0	11,5
2005 Ene	16,1	-0,2	0,4	-0,9	0,3	15,7	-0,4	-0,2	16,2	0,7	-0,2	-1,1	1,9
Feb	16,8	0,1	0,1	-0,7	0,7	15,4	-0,1	0,1	15,3	1,3	0,1	-0,1	1,2
Mar	24,4	5,9	1,3	2,6	2,0	18,4	0,1	1,4	16,9	0,1	0,8	0,6	-1,2
Abr	25,1	3,5	0,2	0,9	2,4	20,7	-0,8	-0,8	22,3	0,9	-1,4	0,1	2,1
May ^{op)}	31,9	4,9	1,6	2,0	1,3	24,3	0,0	0,2	24,2	2,7	-1,8	2,5	2,0
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	1,8	-0,6	2,1	2,6
2005 Ene	8,1	6,5	7,8	5,2	7,0	10,1	6,0	6,0	10,3	2,3	0,6	1,8	3,0
Feb	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,2	6,1	6,3	10,3	2,2	1,9	1,4	2,5
Mar	8,0	6,7	9,3	4,3	7,4	10,1	4,3	8,1	10,1	2,0	1,5	1,0	2,3
Abr	8,0	6,5	8,6	4,0	7,8	10,1	-1,0	6,2	10,2	1,9	1,0	0,3	2,6
May ^{op)}	8,2	7,3	10,6	5,0	7,7	10,1	-1,4	5,9	10,3	2,3	0,6	2,8	2,6

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

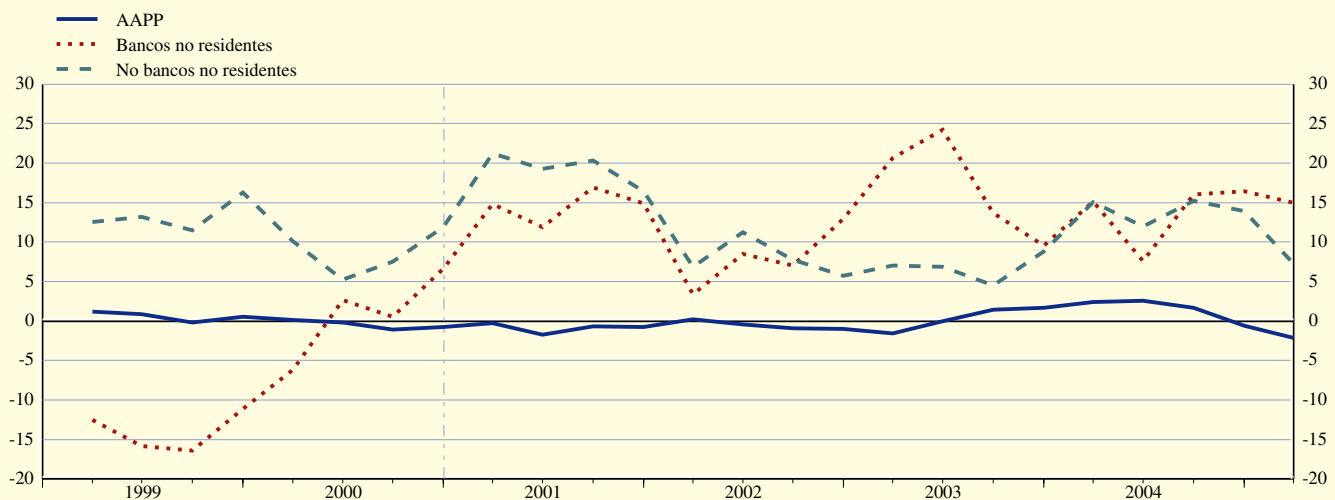
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.724,6	1.146,2	578,4	64,6	513,8
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004 I	821,2	132,5	261,4	388,5	38,9	1.950,4	1.308,6	641,8	61,1	580,8
II	815,8	127,2	253,5	391,4	43,7	1.959,2	1.321,7	637,5	60,8	576,7
III	810,0	124,5	252,4	394,4	38,8	1.960,9	1.317,3	643,5	60,9	582,6
IV	812,4	130,6	252,3	405,6	23,8	1.974,6	1.342,2	632,4	61,3	571,1
2005 I ^(p)	805,7	131,9	248,1	404,1	21,6	2.136,6	1.468,7	667,9	62,9	605,1
Operaciones										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	168,8	135,3	34,3	-1,2	35,5
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004 I	5,2	5,1	-3,8	0,0	3,9	164,0	107,4	56,5	1,8	54,7
II	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,2	11,5	-5,3	-0,5	-4,8
III	-5,5	-2,5	-1,0	3,0	-5,0	23,4	8,8	14,7	0,1	14,6
IV	2,4	6,7	-0,6	11,3	-14,9	81,8	67,3	14,5	0,4	14,1
2005 I ^(p)	-7,5	1,1	-4,2	-2,0	-2,2	124,8	103,3	21,5	1,5	20,0
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,4	12,9	5,8	-1,9	6,7
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Mar	2,4	-0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,1	4,0	16,4
Jun	2,6	0,1	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	12,0	2,9	13,0
Sep	1,7	-1,8	-4,1	4,8	26,9	15,8	16,1	15,2	1,9	16,8
Dic	-0,6	2,4	-5,2	4,4	-32,0	15,6	16,4	13,9	3,0	15,2
2005 Mar ^(p)	-2,1	-0,8	-5,5	3,9	-44,5	12,4	14,9	7,3	2,6	7,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

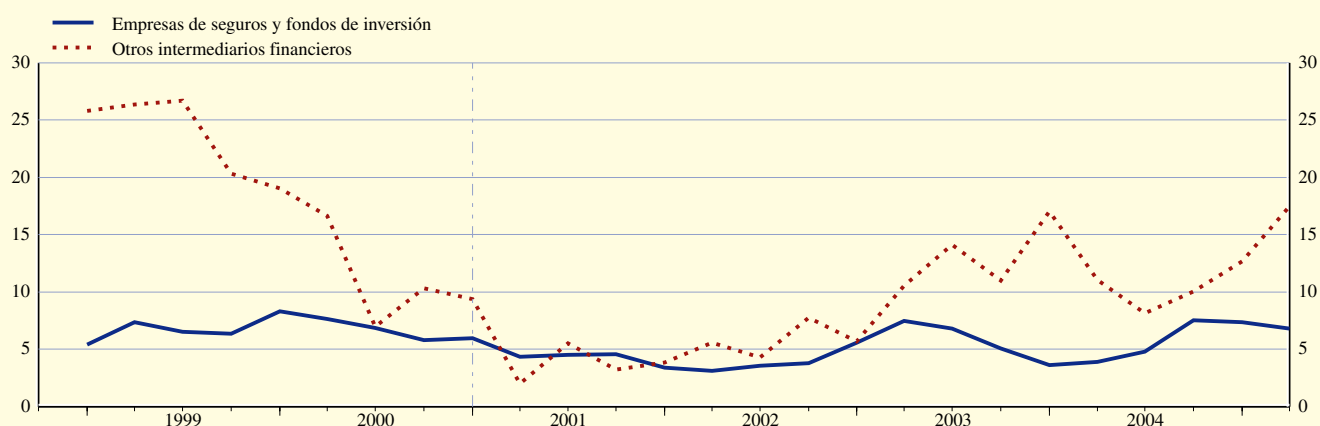
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	637,5	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	120,7
2005 Ene	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	666,3	210,8	130,6	188,5	11,6	0,1	124,8
Feb	590,4	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	677,4	213,7	133,5	191,1	11,5	0,1	127,4
Mar	597,0	65,7	48,6	460,2	1,3	1,3	19,8	693,2	212,9	134,0	205,2	11,5	0,1	129,6
Abr	602,6	65,6	50,7	462,5	1,3	1,3	21,1	703,7	208,1	143,7	210,7	13,1	0,1	128,0
May ^(p)	602,2	65,1	50,6	461,8	1,6	1,3	21,8	729,6	216,2	144,8	215,3	12,7	0,1	140,6
Operaciones														
2003	19,0	1,6	3,8	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,6	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	71,9	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,4
2005 Ene	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	25,6	29,6	-9,0	-0,4	1,4	0,0	4,0
Feb	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	8,0	3,3	-0,8	2,8	-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	13,5	-0,1	0,0	2,1
Abr	5,5	-0,1	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	10,2	-4,9	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
May ^(p)	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	0,3	0,0	0,7	23,6	7,2	0,5	4,1	-0,6	0,0	12,4
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	3,6	2,8	9,8	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,3	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	16,7
2005 Ene	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,5	16,3	-0,6	33,4	69,0	-	12,6
Feb	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,5	16,4	5,9	33,3	38,2	-	6,1
Mar	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,5	8,3	9,2	40,1	50,0	-	11,5
Abr	6,7	6,0	23,1	6,7	-9,2	-52,2	-16,2	16,7	6,9	8,6	41,2	60,1	-	8,1
May ^(p)	6,5	14,4	11,5	5,5	11,5	-53,8	-3,9	21,2	12,2	9,1	44,3	60,3	-	17,9

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 IFM¹⁾

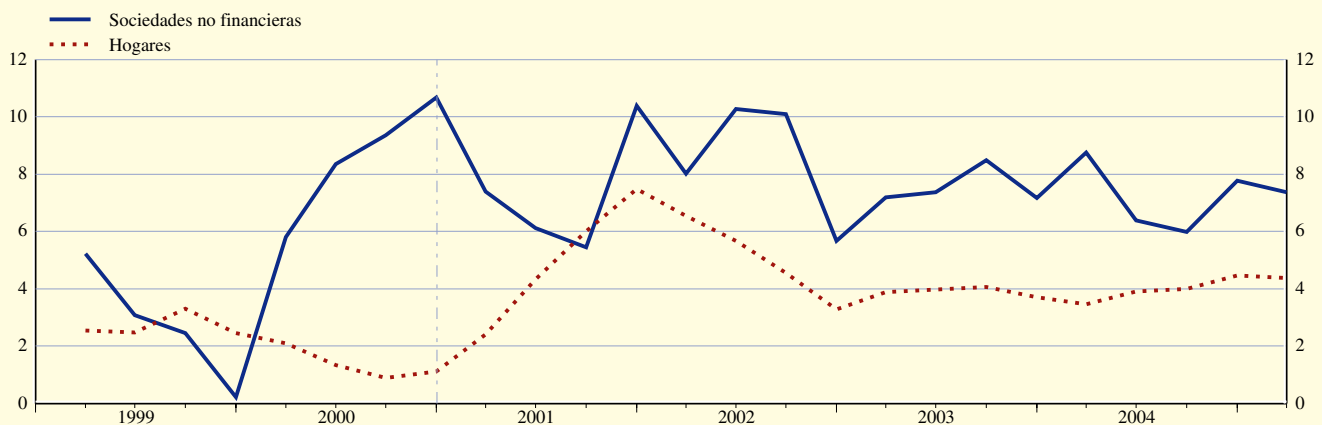
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.116,6	674,6	293,6	73,4	44,2	1,1	29,7	4.159,9	1.403,1	514,2	632,8	1.466,2	88,0	55,6
2005 Ene	1.077,2	658,1	278,5	71,6	43,0	1,1	24,9	4.166,3	1.400,5	514,5	634,6	1.476,8	87,7	52,2
Feb	1.069,1	655,5	274,6	71,5	43,7	1,1	22,8	4.175,1	1.406,5	515,4	634,6	1.478,7	88,3	51,6
Mar	1.098,4	675,0	282,8	72,2	44,0	1,1	23,4	4.175,4	1.409,7	511,0	633,0	1.481,8	88,7	51,2
Abr	1.101,8	678,4	285,3	69,1	44,7	1,1	23,2	4.206,2	1.434,2	514,5	633,5	1.485,0	88,2	50,8
May ^(p)	1.113,1	691,5	284,5	69,0	45,6	1,1	21,4	4.215,9	1.440,6	514,1	630,9	1.490,4	87,8	52,1
Operaciones														
2003	70,4	40,9	19,8	3,8	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-44,9	9,5	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,2	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,0	90,5	-29,6	31,0	85,2	-1,9	2,8
2005 Ene	-41,0	-17,6	-16,2	-1,2	-1,2	0,0	-4,8	5,0	-2,9	-0,5	1,7	10,4	-0,3	-3,5
Feb	-7,1	-2,1	-3,5	-0,1	0,7	0,0	-2,1	9,3	5,4	1,3	0,0	2,7	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	3,1	3,3	2,3	-3,1	0,7	0,0	-0,1	30,6	24,4	3,4	0,5	3,1	-0,4	-0,4
May ^(p)	8,5	11,7	-1,9	-0,4	0,8	0,0	-1,8	8,3	6,0	-1,3	-2,6	5,4	-0,5	1,3
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	7,2	6,7	7,5	6,1	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,6	1,6	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Ene	7,9	8,9	5,8	7,2	15,2	14,4	-2,0	4,2	6,4	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Feb	6,7	9,8	0,4	5,8	16,1	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,8	-0,1	-4,7
Mar	7,4	9,3	3,9	4,9	15,1	68,0	-9,2	4,4	6,7	-3,0	4,1	5,6	0,1	-1,3
Abr	7,5	9,2	6,3	-1,1	15,3	66,5	-12,1	4,7	7,3	-1,5	3,9	5,4	0,9	-2,9
May ^(p)	6,9	10,1	2,6	-2,7	16,2	69,5	-17,6	4,6	6,6	-1,0	3,3	5,5	1,3	3,2

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

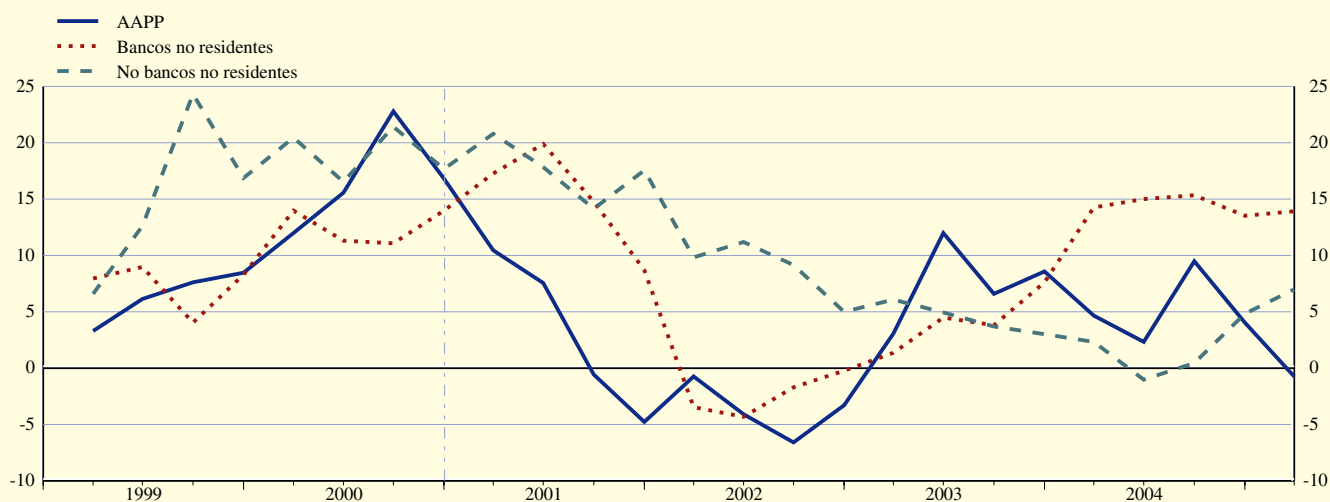
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	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	2.470,4	1.787,8	682,6	102,0	580,6
III	288,2	146,3	33,0	66,2	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
IV	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I ^(p)	268,6	125,0	33,4	67,3	42,9	2.667,8	1.934,6	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	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 I	-0,6	6,2	-1,1	-4,5	-1,3	155,4	129,6	25,8	4,8	21,0
II	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,4	41,4	-20,1	1,2	-21,3
III	-4,9	-10,3	2,3	1,8	1,3	8,0	-3,5	11,5	3,1	8,4
IV	-4,6	-8,7	-1,0	3,4	1,7	62,4	47,2	14,9	-2,1	17,0
2005 I ^(p)	-13,5	-12,7	2,8	-2,2	-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	8,6	21,3	-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	3,2	11,5	10,8	15,4	0,4	12,5	-1,5
Dic	4,0	2,1	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar ^(p)	-0,8	-11,5	19,5	8,0	9,1	11,9	13,9	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.

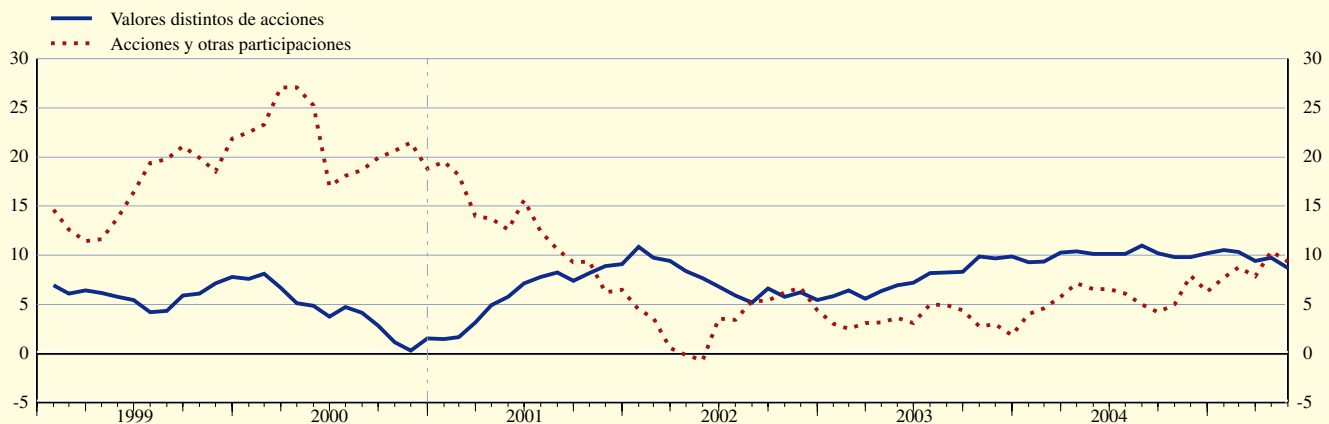
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 Ene	4.031,9	1.361,6	65,6	1.321,0	18,9	453,1	16,4	795,3	1.189,9	292,7	668,8	228,4
Feb	4.069,5	1.375,5	64,7	1.349,8	17,9	463,8	15,9	781,8	1.211,4	293,3	672,0	246,1
Mar	4.096,6	1.389,7	66,4	1.341,5	15,8	464,6	16,1	802,5	1.223,5	297,5	677,4	248,7
Abr	4.161,4	1.412,5	65,1	1.353,9	17,9	472,1	17,6	822,3	1.282,0	312,0	731,9	238,1
May ^(p)	4.192,1	1.409,8	67,3	1.350,9	18,3	477,1	19,2	849,6	1.284,2	315,5	731,9	236,8
Operaciones												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,5	148,1	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 Ene	78,9	2,7	3,9	33,4	2,5	4,7	-0,4	32,3	31,0	6,1	11,5	13,4
Feb	44,6	13,7	-0,4	29,5	-0,7	11,0	-0,3	-8,3	18,7	0,0	1,4	17,3
Mar	17,6	13,5	1,1	-8,8	-2,3	1,0	0,0	13,2	13,7	4,6	6,1	3,0
Abr	58,5	23,0	-1,8	10,2	1,9	6,8	1,3	17,1	61,2	14,9	56,0	-9,7
May ^(p)	9,1	-2,4	0,5	-5,7	-0,3	4,7	1,0	11,2	-5,6	2,7	-3,0	-5,3
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Ene	10,5	11,1	10,6	4,7	23,7	9,7	-3,2	20,9	7,7	1,6	6,2	22,4
Feb	10,3	10,4	16,2	5,5	18,7	11,2	-7,2	18,8	8,8	1,6	6,1	28,6
Mar	9,4	9,1	13,8	3,8	-3,9	11,1	-5,4	19,8	7,9	2,4	4,4	27,5
Abr	9,8	10,1	8,8	4,0	10,5	11,5	-0,8	19,2	10,4	5,4	9,4	21,4
May ^(p)	8,7	9,0	10,8	1,3	8,1	11,3	10,2	20,6	9,4	5,0	9,0	17,2

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-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	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
May ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	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	-0,8	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
May ^(p)	-2,4	-0,5	0,0	-1,9	-0,2	0,0	-0,2

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	3,8	0,4	0,0	2,2	0,0	0,8	0,0	0,4	-3,1	-0,8	-1,5	-0,8
May ^(p)	5,8	0,4	0,1	2,7	0,1	0,3	0,1	2,1	7,8	0,8	3,0	4,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
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	6.409,9	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	4.521,8	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	4.708,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.779,4	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I ^(p)	4.826,7	91,0	9,0	5,5	0,4	1,4	1,1	6.832,5	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	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 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	1.787,8	45,1	54,9	36,7	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 ^(p)	1.934,6	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 ³⁾	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 ^(p)	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 IFM¹⁾

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	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	4.295,0	-	-	-	-	-	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	4.456,5	-	-	-	-	-	8.369,8	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I ^(p)	4.574,6	-	-	-	-	-	8.480,1	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona de euro														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,0	578,4	36,4	63,6	47,3	2,3	4,7	5,7
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	641,8	40,2	59,8	41,6	2,5	4,4	8,1
II	1.321,7	49,3	50,7	30,8	4,7	2,4	9,2	637,5	38,7	61,3	42,3	2,5	4,5	8,9
III	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	643,5	40,3	59,7	41,9	2,5	4,4	7,4
IV	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,4	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 I ^(p)	1.468,7	51,9	48,1	29,5	3,5	2,0	8,9	667,9	41,6	58,4	42,4	1,4	4,3	7,1

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona de euro														
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	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I ^(p)	1.456,1	95,4	4,6	2,0	0,4	0,4	1,5	1.838,0	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona de euro														
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 ^(p)	361,8	49,1	50,9	30,2	1,0	0,5	16,4	440,7	44,1	55,9	32,1	7,3	0,7	9,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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 ^(p)	3.510,7	240,3	1.497,8	72,0	1.425,9	1.157,4	293,7	147,0	174,5

2. Pasivo

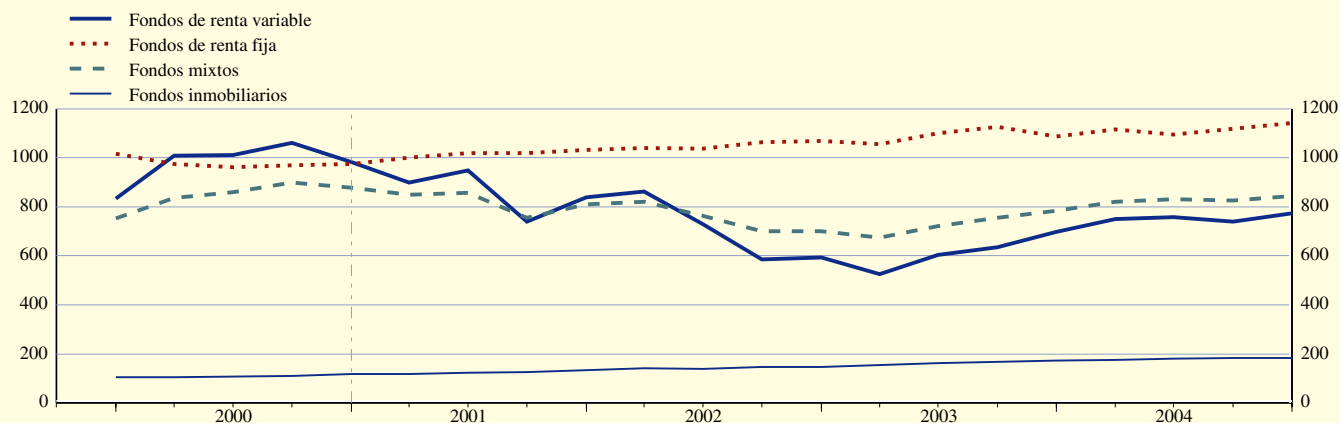
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2003 III	3.085,0	43,2	2.917,0	124,8
IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV ^(p)	3.510,7	48,6	3.322,5	139,6

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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 3	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro 9	Depósitos en las no IFM ¹⁾ 10		
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7			Cesiones temporales 8	
Saldos vivos											
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	15.598,8	5.885,2	353,5	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	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	397,6
II	16.078,1	6.052,4	372,1	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,7	398,0
III	16.158,8	6.077,0	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	205,1	395,3
IV	16.513,4	6.236,7	414,5	5.434,9	2.165,1	1.577,7	1.603,8	88,2	162,4	224,9	385,3
Operaciones											
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	168,8	128,6	30,8	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 I	146,6	27,4	-2,7	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	7,0	44,1
II	286,5	139,7	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,1	-0,1
III	122,9	29,0	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,4	1,4
IV	176,5	168,4	31,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,8	1,5
Tasas de crecimiento											
2003 III	5,0	6,9	30,1	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,9	24,9
IV	4,8	6,0	30,9	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	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	25,9
II	4,8	5,4	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	5,0	21,9
III	4,8	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,0	16,3
IV	4,7	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,7	13,5

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
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
Operaciones										
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
Tasas de crecimiento										
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 ¹⁾					
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 III	16.293,4	8.332,7	7.292,1	885,4	71,1	814,3	3.659,1	1.185,0	2.474,1	3.788,2	283,8	3.504,4	275,5
IV	16.639,4	8.479,4	7.395,7	957,0	81,0	876,0	3.663,0	1.167,8	2.495,2	3.859,4	284,6	3.574,8	266,4
2004 I	16.988,0	8.528,6	7.464,5	962,3	85,0	877,3	3.654,7	1.163,2	2.491,5	3.911,7	278,6	3.633,1	308,2
II	17.187,5	8.675,7	7.595,2	954,6	90,4	864,2	3.698,7	1.171,5	2.527,1	4.022,5	290,5	3.732,0	308,0
III	17.292,1	8.753,5	7.672,9	950,2	89,0	861,2	3.701,0	1.153,2	2.547,8	4.102,3	287,7	3.814,6	285,3
IV	17.662,5	8.887,4	7.796,6	952,3	79,7	872,6	3.749,2	1.174,2	2.575,0	4.185,9	292,1	3.893,9	290,3
Operaciones													
2003 III	143,5	86,1	57,3	7,3	1,1	6,3	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	13,4	16,1	-16,3	32,4	77,8	3,8	74,1	-1,4
2004 I	203,6	54,2	75,9	6,8	4,0	2,7	-10,2	-4,9	-5,3	57,6	-4,6	62,2	36,0
II	270,1	155,1	134,4	-9,3	5,4	-14,7	70,2	15,5	54,7	94,3	8,6	85,7	-0,5
III	148,7	79,7	86,1	-4,0	-1,4	-2,6	1,4	-15,9	17,3	82,3	-2,3	84,6	-19,5
IV	123,3	147,6	140,0	2,0	-9,4	11,3	61,8	21,0	40,8	83,8	5,9	77,9	14,2
Tasas de crecimiento													
2003 III	5,2	5,5	4,3	2,7	33,1	0,7	4,6	1,1	6,4	7,1	-2,3	7,9	16,1
IV	4,9	5,1	4,6	3,6	36,5	1,1	3,4	0,2	5,0	7,2	-1,9	8,0	12,9
2004 I	4,6	4,6	4,7	3,7	26,6	1,8	1,9	-1,8	3,7	7,5	-0,7	8,2	23,3
II	4,6	5,0	5,3	3,2	29,1	1,0	2,3	-2,6	4,7	8,1	0,7	8,7	22,4
III	4,6	4,9	5,7	1,9	25,1	-0,1	2,1	-1,8	4,0	8,2	1,9	8,7	5,3
IV	4,5	5,1	5,9	-0,5	-1,7	-0,4	3,4	1,3	4,3	8,2	2,7	8,7	11,4

	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 ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos													
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 ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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 ⁴⁾		Pasivos netos contraídos				
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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

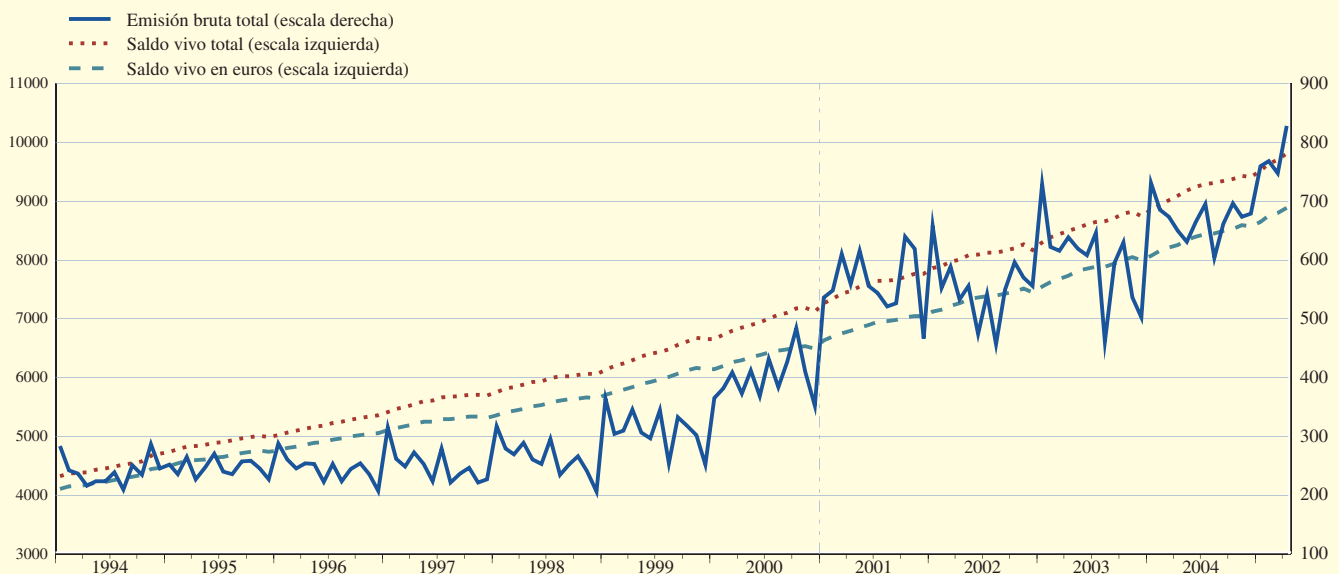
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 ¹⁾				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	
Total												
2004 Abr	9.523,3	649,5	624,5	25,0	9.095,0	649,4	587,0	62,5	90,8	93,2	95,0	47,7
May	9.625,5	649,2	549,6	99,6	9.179,2	630,8	543,6	87,3	90,9	93,9	94,9	76,4
Jun	9.736,3	711,3	602,1	109,2	9.249,3	664,7	598,0	66,8	90,8	94,3	94,7	60,3
Jul	9.759,0	707,8	686,3	21,5	9.294,3	695,2	653,9	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
Ago	9.791,8	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
Sep	9.904,7	725,1	616,4	108,7	9.342,6	661,2	621,5	39,6	91,0	94,9	94,5	40,2
Oct	9.930,4	712,2	690,2	22,0	9.379,6	696,7	656,0	40,7	91,0	93,7	94,9	30,4
Nov	10.021,0	703,7	618,7	85,0	9.435,6	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
Dic	10.024,5	705,8	701,2	4,6	9.407,8	679,6	702,3	-22,7	91,1	95,2	95,2	-21,5
2005 Ene	10.090,5	763,2	709,4	53,8	9.522,0	759,5	675,9	83,6	90,8	93,8	95,6	66,1
Feb	10.210,6	792,4	675,4	117,0	9.635,4	768,4	654,2	114,2	90,9	94,5	95,1	103,8
Mar	10.318,9	795,6	687,9	107,7	9.704,0	747,5	692,4	55,1	90,7	93,9	94,9	44,7
Abr	.	.	.	.	9.817,4	828,6	727,5	101,2	90,6	94,4	95,9	84,9
A largo plazo												
2004 Abr	8.613,2	163,8	123,9	39,9	8.144,8	155,6	110,1	45,5	91,2	88,5	94,7	33,4
May	8.718,7	174,7	72,0	102,8	8.234,7	156,5	67,6	88,9	91,1	89,3	90,8	78,3
Jun	8.806,3	204,2	120,3	83,9	8.309,0	181,2	112,6	68,6	91,2	92,9	92,2	64,4
Jul	8.845,6	190,3	153,1	37,1	8.348,5	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
Ago	8.873,0	87,2	61,9	25,3	8.364,1	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
Sep	8.967,5	191,4	101,9	89,5	8.413,7	156,7	104,6	52,1	91,2	91,6	89,0	50,4
Oct	9.004,4	174,0	140,0	34,1	8.435,0	158,1	131,9	26,2	91,2	88,0	93,7	15,6
Nov	9.079,6	168,7	98,3	70,3	8.488,6	155,1	95,3	59,7	91,2	89,1	92,2	50,3
Dic	9.104,1	147,6	123,0	24,6	8.495,6	135,2	119,2	16,0	91,4	91,6	90,4	16,1
2005 Ene	9.174,5	198,5	137,7	60,8	8.584,9	195,0	130,7	64,3	91,1	89,7	93,8	52,2
Feb	9.290,3	220,3	106,9	113,3	8.687,6	198,7	95,5	103,1	91,2	90,4	89,5	94,2
Mar	9.366,9	201,7	125,7	76,0	8.756,5	182,4	123,2	59,1	91,0	88,9	90,0	51,2
Abr	.	.	.	.	8.838,7	176,8	104,5	72,4	90,9	90,0	94,0	61,0

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

(mm de euros)



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

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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 periodo)

	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	8.748	3.353	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.408	3.710	734	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2004 II	9.249	3.574	688	604	4.144	239	90,8	84,0	88,2	87,4	97,4	95,5
III	9.343	3.641	690	600	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
IV	9.408	3.710	734	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 I	9.704	3.844	753	612	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
2005 Ene	9.522	3.742	738	601	4.184	256	90,8	83,6	90,3	87,6	97,6	95,6
Feb	9.635	3.800	742	606	4.229	259	90,9	83,6	90,6	87,7	97,6	95,7
Mar	9.704	3.844	753	612	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
Abr	9.817	3.902	773	620	4.260	263	90,6	83,0	90,7	87,7	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 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
2005 I	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
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
Abr	979	481	8	111	374	5	87,4	76,5	97,4	96,7	98,5	81,1
Total a largo plazo ¹⁾												
2003	7.887	2.963	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.496	3.263	727	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 II	8.309	3.154	683	495	3.742	234	91,2	85,0	88,1	85,7	97,3	95,8
III	8.414	3.229	683	500	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
IV	8.496	3.263	727	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 I	8.757	3.389	745	507	3.861	254	91,0	84,2	90,6	86,0	97,5	95,9
2005 Ene	8.585	3.290	731	502	3.811	251	91,1	84,5	90,2	85,9	97,4	95,8
Feb	8.688	3.344	734	500	3.858	253	91,2	84,4	90,5	85,8	97,5	95,9
Mar	8.757	3.389	745	507	3.861	254	91,0	84,2	90,6	86,0	97,5	95,9
Abr	8.839	3.421	765	509	3.887	257	90,9	83,9	90,6	85,8	97,5	96,0
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	6.376	1.927	416	411	3.435	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 II	6.362	1.942	414	416	3.413	177	91,5	84,5	81,1	84,9	97,3	95,6
III	6.388	1.950	408	414	3.436	180	91,6	84,1	82,2	85,2	97,5	95,8
IV	6.376	1.927	416	411	3.435	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 I	6.516	1.966	426	413	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,2	97,4	95,8
2005 Ene	6.439	1.942	418	410	3.478	191	91,5	83,6	83,7	85,1	97,4	95,6
Feb	6.493	1.956	418	407	3.518	193	91,6	83,6	84,1	85,0	97,4	95,8
Mar	6.516	1.966	426	413	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,2	97,4	95,8
Abr	6.554	1.971	430	413	3.541	199	91,4	83,0	84,1	85,0	97,4	95,9
Del cual: emitidos a tipo variable												
2003	1.579	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.867	1.147	308	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2004 II	1.715	1.049	266	65	278	57	90,8	86,7	98,8	89,7	97,5	96,2
III	1.771	1.101	273	73	269	56	90,6	86,7	98,9	87,6	97,5	96,3
IV	1.867	1.147	308	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2005 I	1.955	1.210	316	80	291	58	90,5	86,3	99,0	89,2	98,0	96,3
2005 Ene	1.879	1.149	309	79	283	59	90,7	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
Feb	1.919	1.181	313	79	287	59	90,6	86,5	99,0	89,1	97,7	96,5
Mar	1.955	1.210	316	80	291	58	90,5	86,3	99,0	89,2	98,0	96,3
Abr	2.003	1.232	331	81	301	58	90,4	86,1	99,0	88,5	98,0	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)

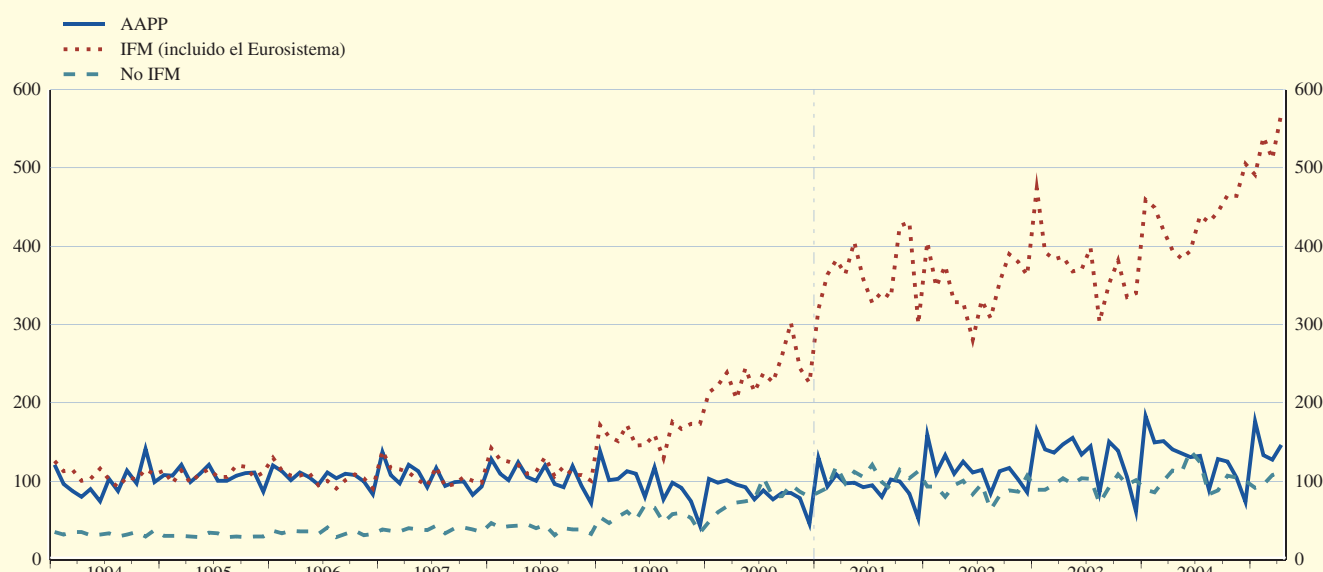
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo ¹⁾					
	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	8.045,4	5.249,8	221,4	1.027,9	1.463,6	82,8	1.191,4	405,7	69,7	60,4	619,7	35,9
2004 II	1.945,0	1.173,3	64,0	300,5	387,5	19,6	306,8	90,3	21,8	19,7	166,8	8,1
III	1.960,1	1.313,3	40,7	255,5	334,2	16,3	248,1	86,6	9,2	14,3	131,9	6,1
IV	2.050,2	1.434,1	83,5	228,4	283,9	20,4	259,2	92,7	26,1	14,7	117,1	8,5
2005 I	2.275,5	1.541,4	48,8	247,9	412,5	25,0	385,3	136,2	20,1	15,1	198,9	14,9
2005 Ene	759,5	490,9	9,8	82,3	166,2	10,4	142,1	44,7	4,0	3,6	82,9	6,9
Feb	768,4	539,0	15,0	81,1	125,8	7,6	127,3	50,9	5,1	3,3	63,6	4,6
Mar	747,5	511,6	23,9	84,5	120,5	7,0	115,8	40,6	11,0	8,2	52,5	3,4
Abr	828,6	569,6	28,2	84,3	138,5	8,0	104,7	30,0	7,1	3,2	60,8	3,8
	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	616,9	403,5	107,6	31,8	60,5	13,5
2004 II	1.451,7	969,5	11,1	271,1	191,3	8,8	160,7	98,0	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	20,7	10,0	8,6	1,6
IV	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	173,8	105,0	45,3	7,4	11,7	4,4
2005 I	1.699,4	1.261,3	12,4	228,7	188,4	8,6	166,9	129,0	16,1	3,4	16,9	1,5
2005 Ene	564,5	408,3	4,2	77,3	72,1	2,5	44,8	33,4	1,6	1,3	7,5	1,0
Feb	569,7	429,4	4,6	76,7	56,1	2,9	64,6	54,0	5,3	0,7	4,5	0,1
Mar	565,2	423,6	3,5	74,7	60,2	3,2	57,5	41,7	9,2	1,4	4,9	0,3
Abr	651,8	501,7	3,2	78,9	65,2	2,8	64,4	33,2	17,9	1,6	10,3	1,5

C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



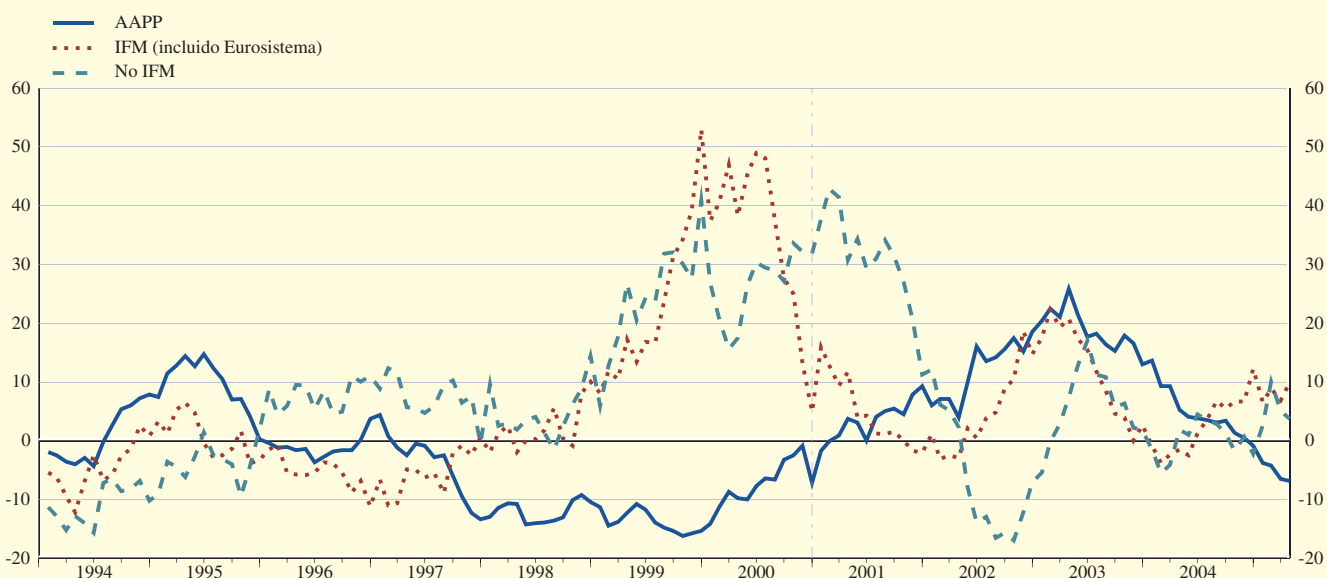
Fuente: BCE.

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 euro¹⁾
(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	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 II	6,9	7,9	13,7	2,2	5,1	18,5	1,7	-1,5	-16,6	2,1	5,2	16,9
III	7,1	8,5	11,4	3,6	5,4	16,4	3,9	4,6	-10,7	4,0	3,1	32,4
IV	6,8	8,8	9,9	3,0	4,8	14,6	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2005 I	7,2	9,0	11,5	3,3	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,4
2004 Nov	6,7	8,5	10,4	3,3	4,7	14,5	3,2	6,7	7,7	0,3	-0,2	77,9
Dic	7,1	9,3	11,0	1,6	5,0	14,4	5,0	12,3	22,3	-3,9	-1,3	51,2
2005 Ene	7,0	8,7	10,9	3,1	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,4	-4,1	32,7
Feb	7,4	9,3	11,1	3,4	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,2	-4,6	31,5
Mar	7,1	8,7	14,2	5,1	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	2,8	-7,0	36,2
Abr	7,5	8,9	16,1	6,1	4,7	12,8	2,0	10,0	44,0	1,7	-7,1	16,2
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	16,8	2,9	5,1	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	29,5
2004 II	6,5	6,6	17,0	1,4	5,1	18,1	1,5	-2,4	-15,5	1,7	5,0	14,6
III	6,7	7,0	15,0	2,4	5,5	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,4	3,0	28,8
IV	6,4	7,6	13,1	1,9	4,8	14,6	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2005 I	6,7	7,6	14,8	2,6	5,0	13,8	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,2
2004 Nov	6,3	7,3	13,7	2,1	4,6	14,4	3,3	7,3	2,6	1,3	-0,1	91,5
Dic	6,8	8,4	14,1	0,4	5,0	14,6	5,1	14,5	15,1	-2,5	-1,4	49,7
2005 Ene	6,6	7,3	14,1	2,4	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
Feb	6,8	7,8	14,2	2,8	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,6
Mar	6,7	7,3	17,9	4,8	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,0	-6,8	39,2
Abr	7,1	7,6	19,6	5,8	4,8	13,0	2,0	11,4	40,3	3,6	-6,9	10,1

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.

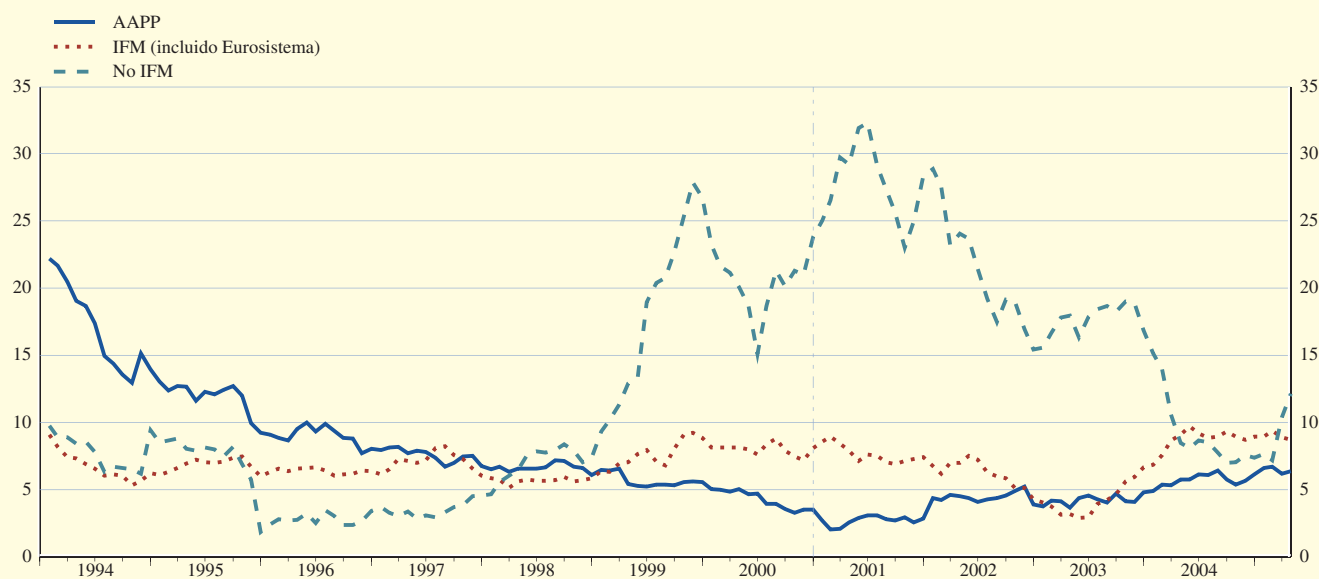
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

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

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 euro¹⁾

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

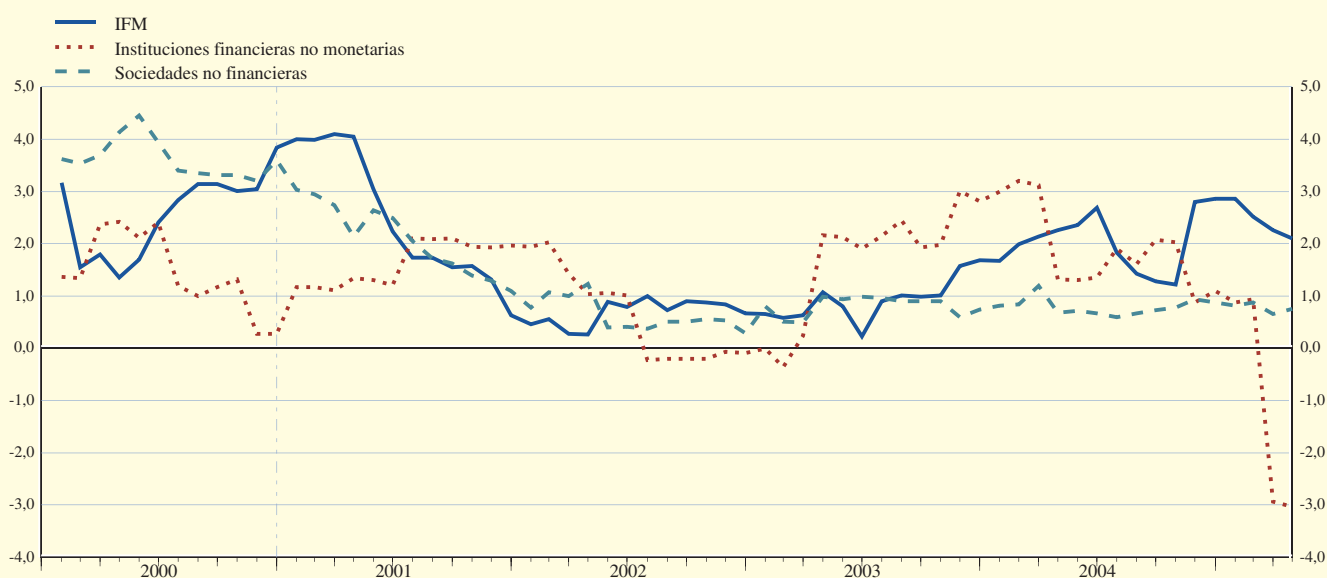
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	102,7	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.141,5	0,9
Mar	4.242,4	102,3	0,5	677,7	2,3	421,8	-2,9	3.142,9	0,7
Abr	4.094,1	102,5	0,6	655,5	2,1	400,6	-3,0	3.038,1	0,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

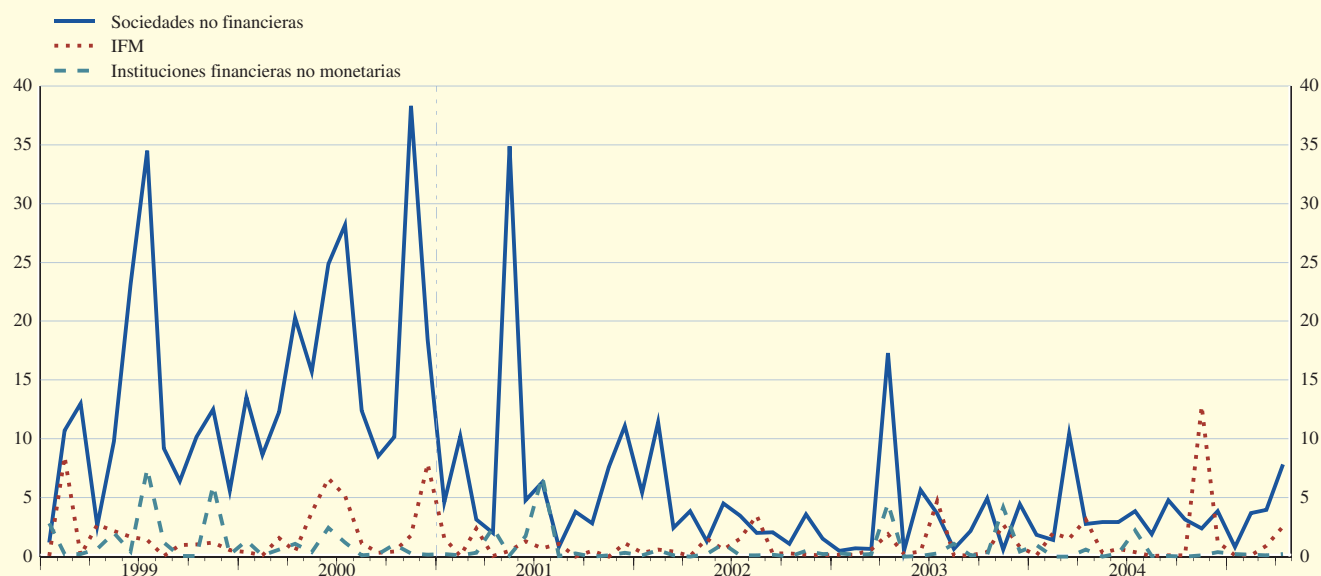
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 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	3,9	0,6	3,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	0,5	3,2
Mar	5,0	18,5	-13,5	0,9	0,9	0,0	0,1	16,8	-16,7	3,9	0,8	3,1
Abr	10,6	2,4	8,2	2,5	0,0	2,5	0,2	0,1	0,1	7,8	2,3	5,6

C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	1,93	2,16	2,40	1,97	2,47	0,94	1,99	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	1,94	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,90	2,00

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					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 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	9,62	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
Abr	9,63	6,60	6,65	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,29	3,95	3,97	4,71	4,62

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2004 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	3,48	4,11
Abr		5,22	3,87	4,51	4,34	3,00	3,54	4,02

Fuente: BCE.

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

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

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

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

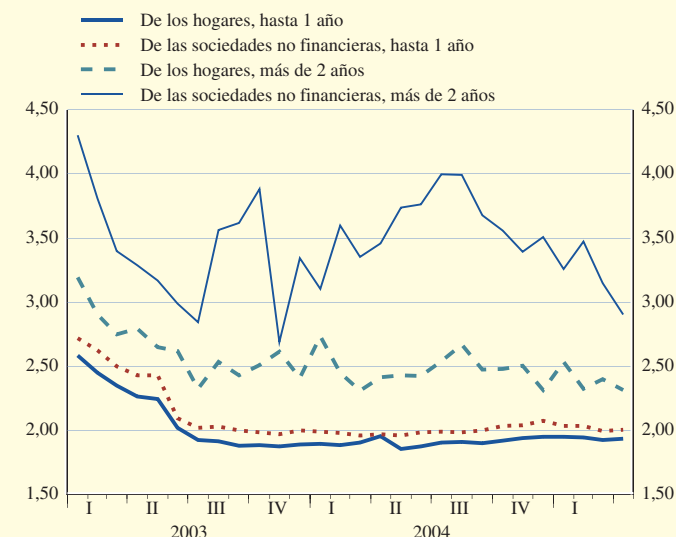
	Depósitos de los hogares				Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales	
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años		Más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 May	0,71	1,89	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	1,91	3,22	1,97	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
Abr	0,74	1,92	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	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 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	4,69	4,45	4,79	8,07	6,96	5,77	4,42	3,90	4,41	
Feb	4,65	4,45	4,76	8,08	7,03	5,76	4,40	3,92	4,46	
Mar	4,74	4,41	4,78	8,09	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40	
Abr	4,70	4,36	4,74	8,03	6,94	5,76	4,34	3,87	4,37	

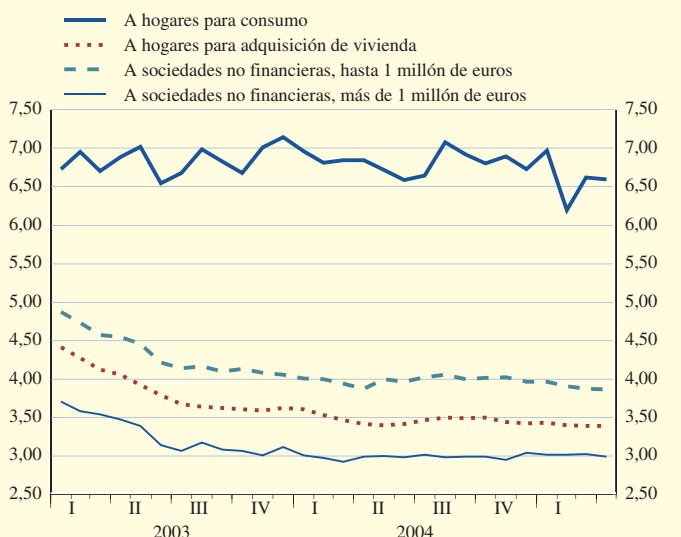
C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

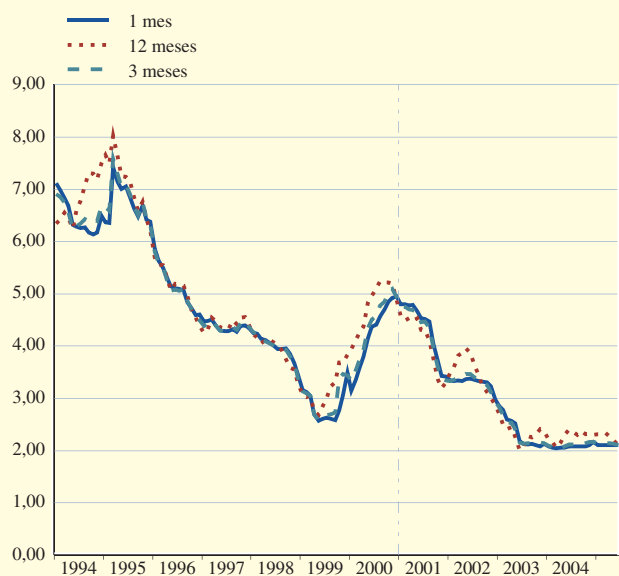
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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 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
II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
2004 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
Jun	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05

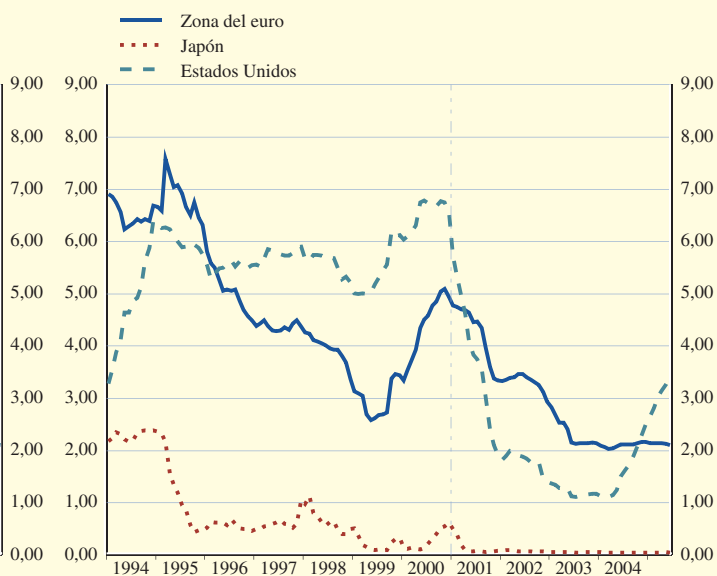
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

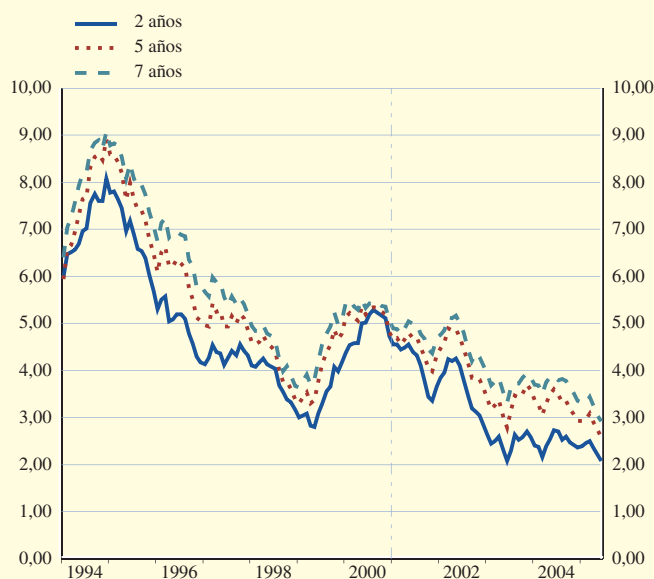
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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 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
II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
2004 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
Jun	2,07	2,25	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24

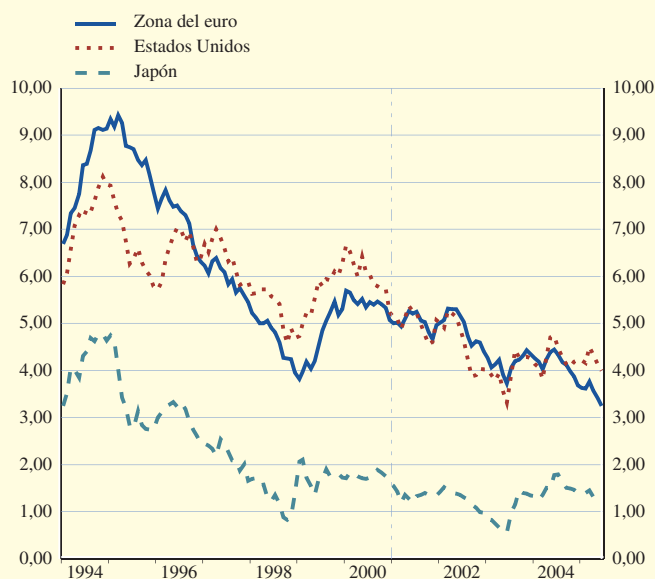
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

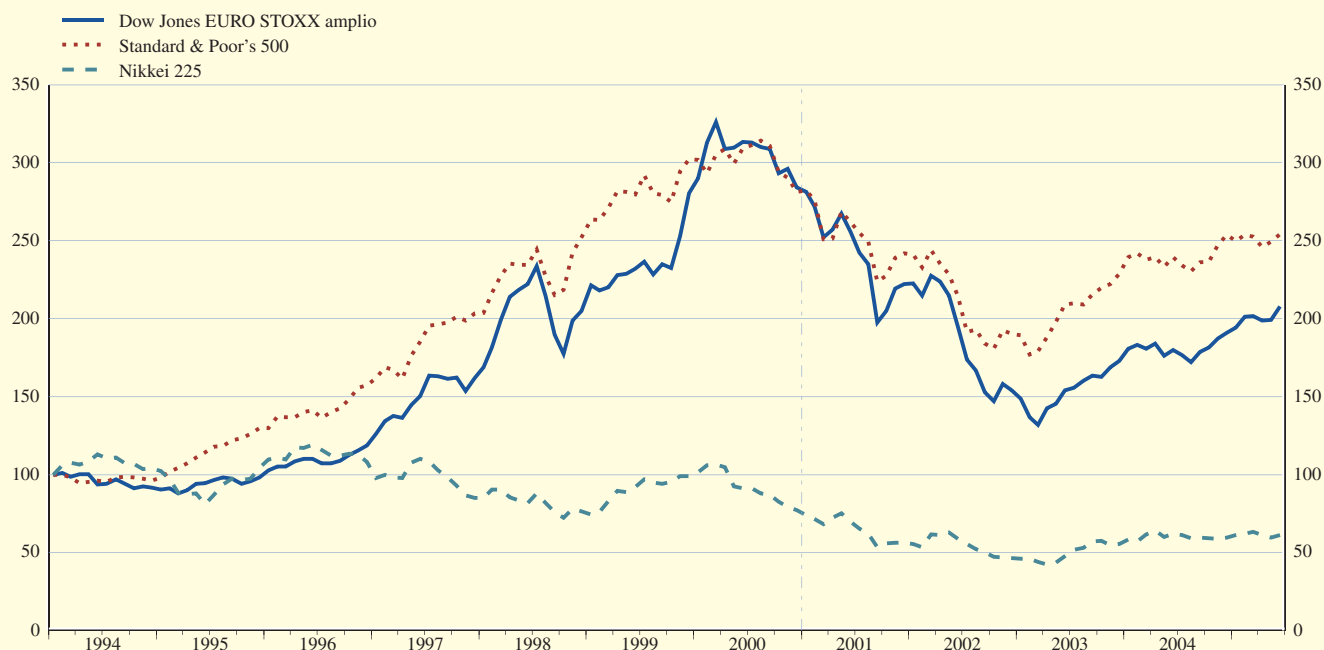
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
2004 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	11.390,7
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	11.401,1
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,4
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
May	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4
Jun	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,7

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total ¹⁾	100,0	100,0	83,8	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
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	2,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1
May	118,1	1,9	1,6	1,6	2,5	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,6	0,5
Jun	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total ¹⁾	19,6	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
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	1,3	1,5	1,0	1,7	0,3	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,8	3,5
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾		Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)
	Total (índice 2000 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			Total	Total excluida energía	
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo									
						Total	Duradero	No duradero							
% del total ⁵⁾	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 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 ⁶⁾	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	7,4 ⁶⁾	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
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	22,4	2,2	42,2
2005 Ene	107,7	3,9	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	109,4	4,3	3,5	2,1	3,6	1,5	0,8	1,4	0,7	13,2	-	-	22,2	-1,9	41,4
May	109,2	3,5	2,6	1,9	3,0	1,5	0,9	1,4	0,8	9,7	-	-	13,2	1,2	39,4
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	31,9	7,6	45,7

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,9	3,9	4,1	3,3	3,8	4,2	4,0	2,6
2002	107,7	3,7	3,5	4,3	3,3	4,4	3,9	2,7
2003	110,8	2,8	2,7	3,4	2,8	3,3	2,8	2,4
2004	113,7	2,6	2,5	3,0	2,8	2,7	2,4	2,2
2004 I	112,6	3,1	3,1	3,0	3,6	3,3	2,7	2,3
II	113,3	2,5	2,4	2,6	2,5	2,4	2,4	2,2
III	114,0	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	2,3	2,0
IV	114,9	2,5	2,2	3,4	2,9	2,5	2,1	2,1
2005 I	115,8	3,1	2,8	4,3	3,5	1,3	2,9	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 ¹⁾								
2001	102,3	2,3	1,9	1,3	2,8	1,6	3,1	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	-6,5	-0,9	2,7	0,9	1,2	2,7
2003 IV	106,8	1,4	0,8	0,6	3,0	2,8	1,2	1,1
2004 I	107,2	1,2	-6,7	0,3	1,5	1,4	1,1	2,8
II	107,6	0,8	-9,2	-2,2	1,0	0,2	0,7	3,6
III	107,6	0,6	-5,3	-1,9	4,6	1,2	1,9	1,6
IV	108,0	1,2	-4,7	0,2	3,5	0,6	1,1	2,6
Remuneración por asalariado								
2001	102,7	2,7	1,3	2,7	3,4	2,5	1,9	3,0
2002	105,3	2,6	2,7	2,7	3,2	2,5	2,2	2,8
2003	107,7	2,3	2,6	2,8	3,7	2,3	1,6	2,1
2004	110,0	2,1	-0,3	2,4	2,9	1,8	1,1	2,9
2003 IV	108,4	2,1	1,2	2,8	3,7	2,0	1,5	2,0
2004 I	109,4	2,4	-2,6	3,4	3,3	1,8	0,9	3,2
II	110,0	2,4	-1,3	2,5	2,4	1,6	1,0	4,1
III	110,1	1,8	2,4	1,8	3,1	2,0	1,6	1,7
IV	110,4	1,8	0,5	1,8	2,6	1,8	0,8	2,5
Productividad del trabajo ²⁾								
2001	100,3	0,3	-0,5	1,3	0,5	0,9	-1,2	0,4
2002	100,6	0,2	1,5	1,5	-0,3	0,6	-1,1	0,2
2003	101,0	0,4	-1,9	1,5	0,3	0,2	0,3	0,0
2004	102,2	1,2	6,6	3,3	0,2	0,9	-0,1	0,2
2004 I	102,1	1,2	4,4	3,0	1,8	0,4	-0,1	0,4
II	102,2	1,6	8,7	4,7	1,4	1,4	0,3	0,5
III	102,3	1,2	8,1	3,9	-1,4	0,7	-0,2	0,1
IV	102,2	0,6	5,4	1,6	-0,9	1,1	-0,3	-0,2
2005 I	102,5	0,4	0,7	2,0	-3,6	1,4	-0,7	-0,4

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,3	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 ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.898,4	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 ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	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 ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía								Energía
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	2,2	102,2	1,9	2,0	1,9	1,8	2,9	0,5	-0,1	0,7	2,5	0,1
2004 II	3,2	102,3	3,0	3,2	3,1	2,6	4,7	1,5	2,9	1,3	2,7	-0,2
2004 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
2004 IV	1,2	102,4	1,1	0,7	0,5	1,1	1,6	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-0,3
2005 I	0,0	102,5	1,0	0,7	0,5	0,9	1,9	0,2	-3,6	0,8	1,4	-3,6
2004 Nov	-0,1	102,2	0,8	0,2	0,0	0,8	0,7	-0,6	-4,2	0,0	3,9	0,2
2004 Dic	2,4	102,5	1,2	0,8	0,5	1,1	-0,5	1,0	-4,0	1,9	4,7	-0,5
2005 Ene	3,2	103,0	2,4	3,0	2,9	3,2	2,9	2,4	-2,7	3,3	0,0	2,2
2005 Feb	-0,8	102,3	0,5	0,1	-0,2	0,2	1,3	-0,6	-3,8	0,0	2,1	-3,8
2005 Mar	-2,0	102,2	0,1	-0,6	-0,8	-0,5	1,6	-1,2	-4,0	-0,7	2,0	-8,7
2005 Abr	.	102,8	1,0	1,9	1,6	0,3	2,8	0,7	-1,0	1,0	-0,4	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Nov	-0,7	-	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-1,8	-0,2	-1,1	0,0	0,5	0,6
2004 Dic	1,2	-	0,4	0,6	0,4	0,4	-0,4	1,1	0,0	1,2	1,2	0,7
2005 Ene	0,4	-	0,5	0,9	1,1	0,9	1,2	0,6	0,7	0,6	-2,5	1,2
2005 Feb	-1,7	-	-0,7	-1,3	-1,4	-1,5	-0,6	-1,4	-0,2	-1,6	3,8	-3,6
2005 Mar	-0,9	-	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	1,1	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-4,9
2005 Abr	.	-	0,6	1,8	1,7	1,1	0,0	1,1	1,9	1,0	-5,3	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,3	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,0	8,2	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,4	2,4	922	1,1
2004 II	107,4	11,7	105,9	6,3	1,6	103,0	0,6	0,2	0,9	0,4	2,9	930	3,1
2004 III	105,2	7,2	106,5	5,7	1,5	102,9	0,7	0,4	0,9	1,3	2,1	904	-3,4
2004 IV	110,1	10,0	107,1	5,1	1,8	103,2	1,1	1,2	0,8	0,8	2,0	941	3,6
2005 I	106,4	3,0	106,9	2,6	1,9	103,9	1,1	1,1	1,0	0,6	0,7	918	0,4
2004 Dic	116,5	17,1	108,5	5,7	2,1	103,2	1,4	1,4	1,2	1,1	2,6	924	1,9
2005 Ene	108,2	6,7	106,4	5,4	1,7	104,1	1,0	1,1	0,8	-1,1	0,5	920	1,5
2005 Feb	105,7	3,3	106,9	3,3	2,2	103,8	1,4	1,7	1,0	-0,6	0,7	906	-2,3
2005 Mar	105,4	-0,4	107,4	-0,2	1,9	103,9	1,4	1,4	1,5	3,6	0,6	928	1,7
2005 Abr	107,2	1,6	111,0	4,2	0,8	102,7	-1,0	-2,0	-0,4	0,7	-0,2	935	1,0
2005 May	.	.	.	.	2,7	103,9	2,1	2,4	1,6	.	.	900	-4,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2004 Dic	-	8,1	-	0,2	-0,1	-	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	0,6	-	-2,9
2005 Ene	-	-7,1	-	-2,0	0,7	-	0,9	0,7	0,7	1,2	0,2	-	-0,5
2005 Feb	-	-2,3	-	0,5	-0,2	-	-0,4	-0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-	-1,5
2005 Mar	-	-0,3	-	0,4	0,0	-	0,1	-0,1	0,4	1,6	0,3	-	2,4
2005 Abr	-	1,7	-	3,4	-0,2	-	-1,1	-1,8	-0,7	0,7	-0,1	-	0,8
2005 May	-	.	-	.	0,7	-	1,1	2,2	0,5	.	.	-	-3,8

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 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
II	96,3	-10	-20	13	4	.	-14	-3	-16	31	-7
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	3	-	-15	-4	-17	31	-7
Jun	96,3	-10	-21	13	4	-	-15	-4	-17	33	-7

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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
II	-14	-20	-7	-8	-13	13	1	9	1	8	17
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
Jun	-14	-20	-8	-9	-16	14	2	9	1	8	17

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,2	7,3	24,9	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,496	1,5	1,7	0,3	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,455	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,813	0,3	0,3	0,3	-1,8	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,571	0,6	0,4	1,3	-0,3	-1,6	0,9	0,8	2,5	0,8
2004 I	135,953	0,3	0,2	0,7	-1,3	-2,2	-0,2	0,8	2,5	0,8
II	136,305	0,5	0,4	1,2	-0,8	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
III	136,609	0,6	0,3	1,7	0,2	-1,8	1,8	0,7	2,3	0,8
IV	136,937	0,9	0,7	1,6	0,5	-0,8	1,5	1,0	2,4	1,0
2005 I	137,228	1,0	0,9	1,4	0,4	-0,9	2,2	0,9	2,5	1,3
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 I	0,176	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,7	-0,1	0,1	1,1	0,3
II	0,352	0,3	0,2	0,8	0,0	0,1	0,7	0,3	0,4	0,2
III	0,304	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,1
IV	0,328	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,2	0,5	0,3
2005 I	0,291	0,2	0,4	-0,8	-0,5	-0,8	0,1	0,2	0,9	0,6

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	7,9	8,092	6,6	2,925	16,1	5,037	6,3	5,981	9,9
2002	11,737	8,3	8,721	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	12,829	8,9	9,644	7,6	3,186	18,1	6,131	7,5	6,698	10,6
II	12,869	8,9	9,683	7,6	3,186	18,2	6,140	7,5	6,728	10,6
III	12,860	8,9	9,745	7,6	3,114	17,9	6,123	7,5	6,736	10,6
IV	12,840	8,8	9,749	7,6	3,091	17,9	6,245	7,6	6,595	10,3
2005 I	12,893	8,8	9,554	7,4	3,339	19,0	6,209	7,6	6,684	10,4
2004 Dic	12,789	8,8	9,637	7,5	3,152	18,2	6,127	7,5	6,661	10,4
2005 Ene	12,840	8,8	9,528	7,4	3,312	18,8	6,233	7,6	6,607	10,3
Feb	12,898	8,8	9,600	7,5	3,298	18,8	6,145	7,5	6,753	10,5
Mar	12,939	8,9	9,533	7,4	3,406	19,3	6,248	7,6	6,691	10,5
Abr	12,986	8,9	9,633	7,5	3,353	19,0	6,267	7,6	6,719	10,5
May	12,779	8,8	9,686	7,5	3,093	17,8	6,221	7,6	6,558	10,3

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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,3	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 ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. 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 ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,4	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 (+)⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-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 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						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	Emisor por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	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 deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1996	3,9	4,4	-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 (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	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	-0,4	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	
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	
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	
2001	1,8	-1,7	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	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	0,1	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	0,0	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	-0,1	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 trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,2	43,6	10,8	13,4	16,0	2,0	0,7	0,6	0,2	40,4
II	48,2	47,7	13,5	13,6	16,2	2,1	1,4	0,6	0,3	43,6
III	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,0	0,8	0,5	0,3	41,4
IV	51,4	50,7	14,4	14,7	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	46,3
2000 I	44,1	43,4	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,3
II	48,2	47,6	14,0	13,5	15,9	2,1	1,2	0,6	0,3	43,7
III	44,9	44,4	12,1	12,8	15,9	2,0	0,8	0,5	0,2	41,0
IV	50,5	49,9	14,1	14,3	16,8	3,0	0,9	0,6	0,3	45,4
2001 I	43,0	42,5	10,6	12,9	15,4	1,8	0,9	0,5	0,2	39,2
II	47,5	47,0	13,6	13,1	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,7
III	44,3	43,9	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,5	0,3	40,5
IV	49,9	49,4	13,7	14,1	16,5	3,0	1,1	0,6	0,3	44,6
2002 I	42,6	42,1	10,3	13,0	15,6	1,7	0,8	0,5	0,2	39,1
II	46,3	45,7	12,7	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,6
III	44,4	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,4
IV	50,0	49,3	13,6	14,4	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,8
2003 I	42,6	42,1	10,0	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,2	39,1
II	46,9	45,3	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,4
III	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,0
IV	50,3	49,1	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,7
2004 I	42,2	41,7	9,8	13,1	15,7	1,6	0,6	0,6	0,3	38,8
II	45,7	44,7	12,3	13,1	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
III	43,5	43,0	10,9	12,9	15,7	1,9	0,7	0,6	0,3	39,8
IV	50,4	49,4	13,3	14,7	16,6	2,9	0,8	1,0	0,4	45,0
2005 I	42,7	42,2	10,2	13,3	15,6	1,5	0,6	0,6	0,3	39,3

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
1999 I	47,8	44,5	10,5	4,4	4,5	25,0	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	0,9
II	47,8	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,6
III	47,8	44,1	10,4	4,6	4,0	25,1	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
IV	51,1	46,3	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,0
2000 I	46,6	43,2	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
II	47,0	43,5	10,4	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
III	43,7	43,3	10,2	4,6	4,0	24,5	21,1	1,5	0,4	2,5	1,1	1,2	5,2
IV	50,2	46,3	11,1	5,3	3,8	26,1	22,2	1,6	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 I	46,1	42,6	10,2	4,1	4,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
II	47,0	43,5	10,4	4,7	3,9	24,4	21,0	1,4	3,6	2,4	1,2	0,5	4,4
III	47,1	43,2	10,1	4,6	3,9	24,6	21,2	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,7	1,2
IV	51,8	46,7	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,9	-1,9	1,8
2002 I	46,5	43,0	10,4	4,2	3,8	24,7	21,4	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
II	47,4	43,9	10,5	4,9	3,6	24,9	21,4	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,1	2,5
III	47,7	43,9	10,2	4,7	3,6	25,4	21,7	1,5	3,8	2,5	1,3	-3,3	0,3
IV	51,7	47,1	11,2	5,7	3,4	26,8	22,9	1,6	4,6	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 I	47,1	43,5	10,4	4,3	3,6	25,2	21,8	1,2	3,6	2,0	1,6	-4,5	-0,9
II	48,2	44,6	10,6	4,7	3,5	25,8	22,1	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,2
III	47,9	44,1	10,4	4,8	3,4	25,6	21,9	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
IV	52,0	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 I	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
Q2	47,3	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
III	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
IV	51,8	46,7	11,1	5,7	3,1	26,7	23,1	1,4	5,2	3,1	1,9	-1,4	1,7
2005 I	46,8	43,3	10,4	4,4	3,3	25,3	21,7	1,0	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,8

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	4,9	14,7	2,3	-2,6	-9,4	1,0	6,0	35,4	-25,2	0,2	-9,6	65,3	4,9	-41,4
2004 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	3,4	8,4	0,6	-1,6	-4,0	0,7	4,1	-12,3	-9,0	-4,5	-5,5	5,3	1,4	8,2
Abr	-11,6	3,4	1,7	-12,5	-4,2	0,3	-11,3	-12,2	-6,4	-2,8	-1,0	-1,3	-0,8	23,5
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2005 Abr	24,2	84,2	27,1	-29,0	-58,1	14,4	38,5	57,8	-54,5	60,5	-15,3	57,2	9,9	-96,3

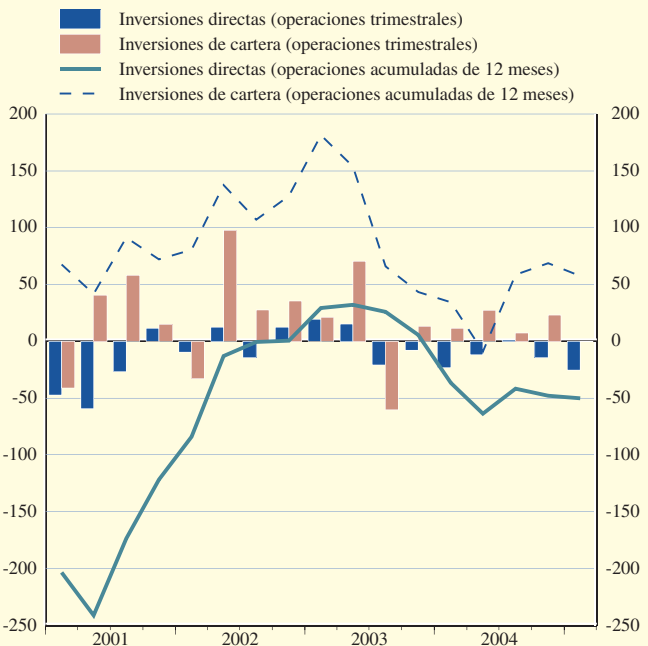
C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

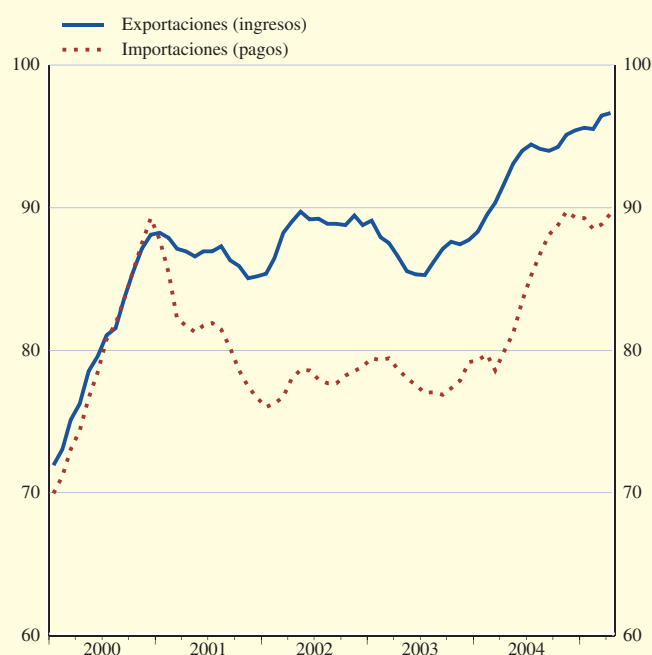
(mm de euros; operaciones)

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	457,5	452,6	4,9	279,4	264,6	80,1	77,8	66,0	68,6	32,1	41,5	4,3	3,3
2005 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	160,1	156,7	3,4	101,3	92,9	27,8	27,2	24,1	25,7	6,8	10,9	1,3	0,6
Abr	159,1	170,7	-11,6	98,4	95,0	28,3	26,6	26,8	39,4	5,5	9,7	0,9	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	469,6	462,7	6,9	289,3	266,5	90,1	82,9	69,8	76,7	20,4	36,6	.	.
2004 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	157,4	154,6	2,7	97,4	88,3	29,6	28,1	23,7	27,0	6,6	11,3	.	.
Abr	158,2	159,0	-0,8	96,8	91,7	28,2	27,2	25,6	29,5	7,6	10,5	.	.

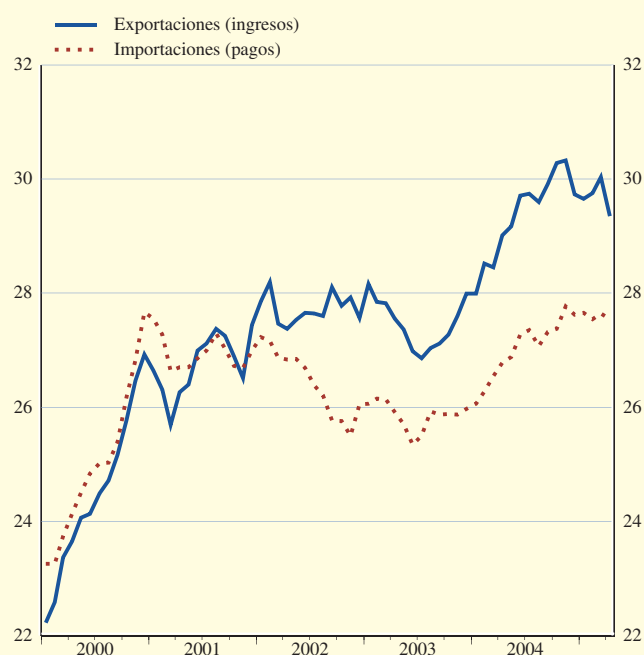
C28 Bienes

(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	-32,0	-16,0	-3,2	-12,9	-16,0	0,0	-15,9	6,8	9,9	0,5	9,4	-3,2	0,0	-3,2
2004 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	-14,3	-5,2	-0,8	-4,5	-9,0	0,0	-9,0	5,3	3,5	0,2	3,4	1,8	0,0	1,7
Abr	-12,3	1,9	-1,3	3,3	-14,2	0,0	-14,2	5,9	7,5	0,3	7,2	-1,6	0,1	-1,7

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	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Pasivos	
			AAPP	Otros sectores	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	-20,2	.	37,7	-0,6	-34,7	-37,2	.	44,2	0,4	6,2	-5,1	.	34,6
2004 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	-	19,8	0,0	-5,2	-17,9	-	2,0	0,1	-7,8	2,0	-	12,6
Abr	0,0	11,3	-2,8	-	-38,9	-0,9	-8,3	-15,6	-	58,0	-0,3	-12,9	3,2	-	4,7

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	228,7	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	24,2
2004 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	6,7
Mar	-51,9	57,1	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	9,1
Abr	-118,3	117,0	0,1	0,0	-5,7	-5,7	-4,0	-97,7	92,2	-10,4	0,2	-87,3	92,0	-15,1	10,7	28,8

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

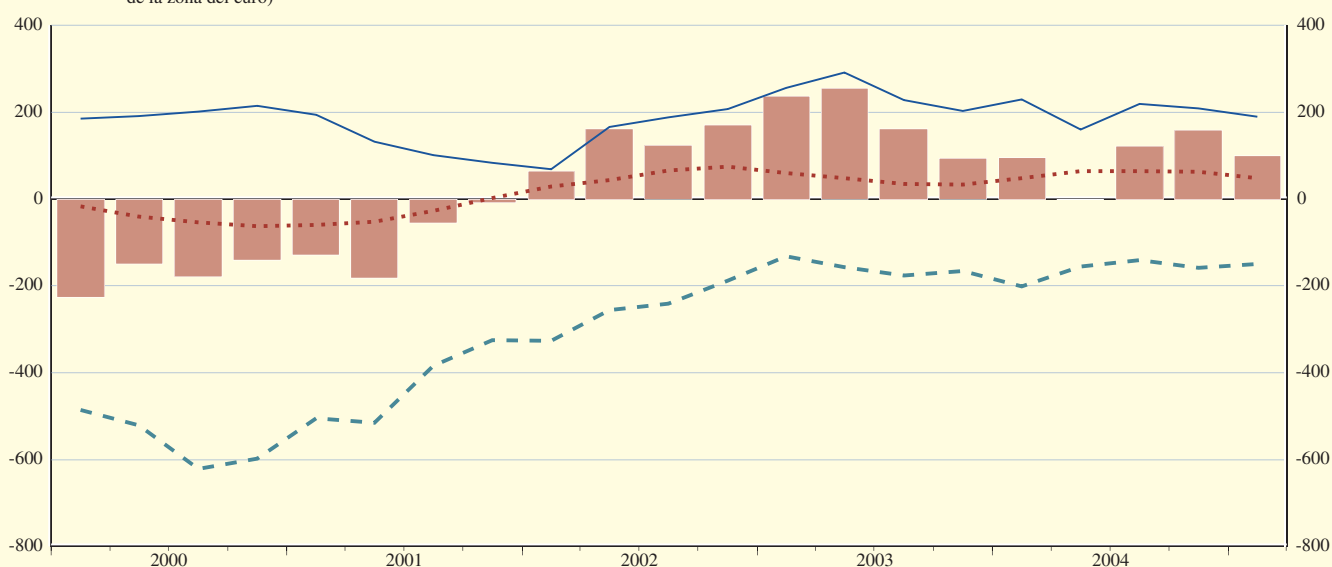
(mm de euros; operaciones)

	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 ¹⁾						
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	170,8
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,4
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,3	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,3
2004 I	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,2
II	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,1
III	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,6
IV	20,0	-35,7	30,3	-35,9	74,0	12,9	-1,5	9,2	-5,1	-24,6	43,5	57,4
2005 I	6,0	-28,8	6,7	-62,5	30,6	59,3	-38,1	24,8	-9,6	-41,4	-53,1	-22,6
2004 Abr	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,0
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	14,3
Jul	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,6
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	34,9
Oct	4,2	-29,5	17,0	-15,4	13,4	12,3	-6,1	2,6	-4,1	25,9	20,2	20,4
Nov	6,3	-8,3	15,2	-10,2	26,9	1,1	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,5	10,6
Dic	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,7	-0,5	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	18,8	26,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2005 Abr	38,5	-100,1	61,7	-157,0	111,2	217,0	-65,5	60,7	-15,3	-96,3	54,8	90,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Inversiones de cartera en valores distintos de acciones de la zona del euro por no residentes (excluidos los valores hasta dos años emitidos por las IFM de la zona del euro)



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
Ingresos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	23,3	20,9	0,0	0,0	0,6	0,1	20,2	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
Pagos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	6,1	0,9	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Neto												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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
Inversiones directas	-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
Inversiones de cartera: activos	-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
Otras inversiones	-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
Inversiones directas	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
Inversiones de cartera: activos	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
Otras inversiones	-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	
	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
	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
	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
	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
	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
	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
	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				Pasivos	Valores distintos de acciones											
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario						
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			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	
	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		
	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		
	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		
	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		
	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		
	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		
	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 período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	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 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
May	291,6	129,3	384,622	4,2	17,3	140,9	9,9	29,5	102,0	-	-	-	-0,4	0,0	23,3	-17,3
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 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 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
May	37,8	7,8	23,145	0,2	0,0	29,9	1,8	5,4	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,4

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	506,1	234,9	289,2	932,6	1.014,4	579,1	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,5	227,9	309,6	949,6	984,8	559,5	163,2	234,3	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,7	300,3	924,6	988,3	554,1	164,2	240,9	715,4	109,1
2004	8,6	8,8	1.146,3	540,2	242,4	310,2	989,0	1.073,2	596,5	178,3	252,5	760,3	128,4
2003 IV	-0,4	1,5	269,2	125,7	57,4	76,3	233,1	250,0	138,9	42,0	61,5	180,5	27,0
2004 I	4,7	-0,1	278,3	131,0	58,9	76,1	241,6	252,1	138,0	42,1	62,3	182,8	26,3
II	11,9	9,0	286,9	134,6	59,8	78,7	246,1	262,9	145,7	44,7	62,4	186,5	29,4
III	8,9	14,5	289,0	136,9	61,1	78,5	249,8	277,4	156,3	45,0	63,9	194,0	36,3
IV	8,9	12,3	292,0	137,7	62,6	77,0	251,5	280,8	156,5	46,5	63,9	197,1	36,5
2005 I	3,4	8,6	291,0	136,5	60,6	76,7	254,4	276,5	153,3	43,7	62,5	196,5	35,8
2004 Nov	14,6	18,5	98,3	46,2	20,8	26,1	84,3	94,5	53,1	15,9	21,4	66,8	12,1
Dic	9,4	11,4	97,5	46,0	20,9	25,3	84,3	92,8	52,1	15,3	20,9	65,2	11,4
2005 Ene	6,5	10,6	96,9	45,6	20,1	25,6	85,6	91,7	50,1	14,6	20,7	65,6	11,2
Feb	3,7	8,0	96,5	45,3	20,1	25,3	83,3	91,2	49,8	14,2	20,6	64,8	10,9
Mar	0,5	7,3	97,6	45,6	20,5	25,8	85,6	93,6	53,3	14,9	21,2	66,0	13,7
Abr	4,4	10,8	98,5	47,0	20,8	26,6	85,1	94,8	52,8	16,2	21,3	65,5	13,1
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,5	107,9	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	115,0	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	114,8	109,2	101,8	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,5	6,1	117,9	113,7	118,6	118,7	117,3	107,7	102,5	105,1	116,8	106,1	104,9
2003 IV	3,0	5,4	111,8	107,2	111,9	117,2	111,2	104,1	101,7	97,9	113,5	101,8	106,7
2004 I	7,6	4,7	116,1	112,3	116,0	117,4	115,7	105,5	101,5	99,7	116,1	103,6	101,8
II	11,4	5,8	117,9	113,6	116,7	119,9	116,6	106,3	101,5	104,6	115,6	104,3	100,0
III	7,5	8,3	118,1	114,5	118,8	119,5	117,8	109,2	104,4	105,2	117,3	107,2	113,4
IV	7,4	5,6	119,6	114,7	122,8	118,0	118,9	109,9	102,4	110,8	118,2	109,4	104,3
2005 I	1,2	2,3	118,8	112,8	119,6	116,9	119,7	108,9	101,6	105,2	115,0	108,9	.
2004 Nov	12,3	11,0	120,1	114,3	122,0	119,3	119,0	110,4	103,8	112,9	118,8	111,1	102,3
Dic	8,3	6,0	120,2	115,5	123,9	117,2	119,7	110,0	103,9	109,7	116,1	108,6	104,0
2005 Ene	4,9	5,8	119,1	113,9	118,5	117,2	121,0	110,0	102,6	105,1	114,5	109,4	109,9
Feb	1,2	1,6	118,3	112,2	118,7	116,0	117,8	108,1	99,1	102,9	113,8	107,7	98,5
Mar	-1,7	-0,3	119,0	112,2	121,7	117,5	120,4	108,8	103,1	107,5	116,8	109,5	.
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	0,1	2,5	97,0	96,4	94,5	99,5	96,3	97,2	98,5	92,7	97,9	96,3	99,4
2003 IV	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,8	99,1	95,7	93,8	92,4	93,7	98,1	95,3	82,4
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,9	98,7	95,3	93,4	92,0	92,4	97,2	94,9	84,1
II	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	99,9	96,3	96,6	97,1	93,3	97,7	96,1	95,6
III	1,3	5,7	97,7	97,2	95,1	99,9	96,8	99,2	101,3	93,5	98,7	97,3	104,2
IV	1,4	6,4	97,4	97,6	94,2	99,3	96,6	99,8	103,4	91,8	97,8	96,9	113,9
2005 I	2,1	6,2	97,8	98,3	93,7	99,9	97,0	99,1	102,1	90,8	98,3	97,0	.
2004 Nov	2,1	6,7	98,0	98,5	94,3	99,9	97,0	100,3	103,8	92,1	98,1	97,0	116,0
Dic	1,0	5,1	97,1	97,1	93,7	98,8	96,4	98,8	101,9	91,4	97,9	96,8	107,0
2005 Ene	1,6	4,5	97,4	97,6	94,0	99,6	96,8	97,7	99,2	90,8	98,2	96,7	99,7
Feb	2,5	6,4	97,6	98,4	93,8	99,8	96,9	98,8	102,1	90,6	98,3	97,0	108,4
Mar	2,3	7,7	98,2	99,0	93,2	100,3	97,3	100,9	105,0	91,0	98,6	97,2	.
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,3
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	1.146,3	25,5	41,8	203,1	126,8	35,5	66,1	31,8	173,4	40,2	33,0	149,6	63,6	40,2	115,7
2003 IV	269,2	6,1	9,8	49,5	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,0	8,9	27,5
2004 I	278,3	6,1	10,1	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,1	9,6	27,6
II	286,9	6,3	10,4	50,4	31,6	9,0	16,3	8,2	43,9	10,5	8,0	36,8	15,8	9,9	29,9
III	289,0	6,4	10,5	51,7	31,3	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,8	10,3	27,3
IV	292,0	6,6	10,8	51,4	32,7	9,2	17,1	7,7	43,7	10,1	8,2	37,3	15,9	10,5	30,9
2005 I	291,0	6,6	10,8	49,9	32,9	9,7	17,4	7,9	43,4	10,3	8,5	38,9	16,9	11,0	26,7
2004 Nov	98,3	2,2	3,6	17,7	10,9	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,7
Dic	97,5	2,2	3,6	16,4	10,7	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,4	3,4	10,4
2005 Ene	96,9	2,2	3,6	16,6	11,3	3,2	5,9	2,7	14,6	3,4	2,8	13,7	5,6	3,7	7,6
Feb	96,5	2,2	3,6	16,7	10,8	3,2	5,6	2,5	14,4	3,4	2,8	12,5	5,4	3,7	9,8
Mar	97,6	2,2	3,7	16,6	10,8	3,3	5,9	2,7	14,4	3,5	2,9	12,7	5,9	3,6	9,3
Abr	98,5	2,2	3,6	17,1	11,0	3,4	5,6	2,7	14,8	3,2	2,9	13,7	5,5	3,9	9,0
<i>en porcentaje del total de exportaciones</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
Importaciones (c.i.f.)															
2001	1.014,4	22,0	35,6	154,6	88,8	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,6
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	988,3	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,4	68,9	39,8	82,6
2004	1.073,2	24,3	39,4	141,7	107,8	56,2	53,4	22,8	113,4	91,8	53,5	163,0	72,2	44,9	88,8
2003 IV	250,0	5,9	9,3	34,5	26,8	11,9	12,3	4,9	26,7	20,0	12,9	35,7	16,5	10,6	22,0
2004 I	252,1	6,0	9,5	33,9	27,1	12,4	12,8	5,1	26,2	20,6	13,5	36,0	16,5	10,7	21,9
II	262,9	5,8	9,8	34,5	26,3	13,4	13,2	5,6	29,6	22,4	12,9	40,7	17,1	10,9	20,8
III	277,4	6,2	10,1	37,4	26,8	14,5	13,7	6,0	28,8	23,8	13,7	43,1	18,9	11,6	22,7
IV	280,8	6,3	10,2	36,0	27,5	15,9	13,7	6,1	28,7	25,1	13,4	43,2	19,6	11,7	23,4
2005 I	276,5	6,1	9,9	35,3	27,0	16,8	13,4	6,3	29,0	26,2	13,0	40,1	19,9	11,9	21,7
2004 Nov	94,5	2,2	3,4	12,3	9,2	5,4	4,6	2,0	9,5	8,5	4,7	14,7	6,8	3,9	7,2
Dic	92,8	1,8	3,4	11,4	9,3	5,4	4,5	2,1	9,6	8,4	4,4	15,3	6,2	3,9	7,0
2005 Ene	91,7	2,0	3,3	11,7	9,2	4,9	4,5	2,1	9,5	8,5	4,4	12,8	6,3	4,0	8,4
Feb	91,2	2,0	3,2	11,6	9,0	5,9	4,4	2,0	9,6	8,6	4,2	13,8	6,4	4,0	6,4
Mar	93,6	2,1	3,3	11,9	8,8	6,0	4,5	2,1	9,8	9,0	4,5	13,5	7,2	4,0	6,8
Abr	94,8	2,2	3,4	12,7	9,3	5,7	4,5	1,9	9,9	8,7	4,2	14,6	7,1	3,9	6,8
<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
Saldo															
2001	48,2	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	12,7
2002	99,2	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	70,3	1,1	1,7	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	16,5
2004	73,1	1,2	2,3	61,3	19,0	-20,7	12,7	9,0	60,1	-51,6	-20,5	-13,5	-8,6	-4,7	26,9
2003 IV	19,2	0,2	0,5	15,0	2,8	-4,5	3,6	1,8	14,7	-11,0	-4,8	-1,5	-1,5	-1,6	5,5
2004 I	26,2	0,1	0,6	15,8	4,0	-4,4	2,7	2,8	16,3	-10,9	-5,0	0,8	-1,4	-1,1	5,8
II	24,1	0,5	0,6	15,9	5,3	-4,4	3,1	2,6	14,3	-11,8	-4,9	-4,0	-1,3	-1,0	9,1
III	11,7	0,2	0,4	14,3	4,4	-5,2	3,6	2,0	14,5	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	4,6
IV	11,1	0,4	0,7	15,4	5,2	-6,7	3,4	1,6	15,0	-15,0	-5,3	-5,9	-3,7	-1,2	7,4
2005 I	14,4	0,5	1,0	14,7	5,9	-7,1	4,0	1,6	14,5	-15,9	-4,6	-1,2	-3,0	-1,0	5,0
2004 Nov	3,7	0,0	0,2	5,4	1,8	-2,3	1,1	0,4	5,1	-5,2	-1,9	-2,4	-1,6	-0,2	3,5
Dic	4,7	0,4	0,2	5,0	1,5	-2,3	1,3	0,5	5,2	-4,9	-1,6	-2,6	-0,8	-0,5	3,5
2005 Ene	5,2	0,1	0,3	4,9	2,1	-1,7	1,4	0,6	5,0	-5,1	-1,5	0,9	-0,8	-0,2	-0,8
Feb	5,3	0,2	0,4	5,0	1,8	-2,7	1,2	0,5	4,7	-5,3	-1,4	-1,3	-0,9	-0,3	3,3
Mar	4,0	0,1	0,3	4,8	2,0	-2,7	1,4	0,6	4,7	-5,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,4	2,5
Abr	3,7	0,0	0,2	4,4	1,7	-2,3	1,1	0,7	4,9	-5,4	-1,4	-0,9	-1,6	-0,1	2,2

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



TIPOS DE CAMBIO

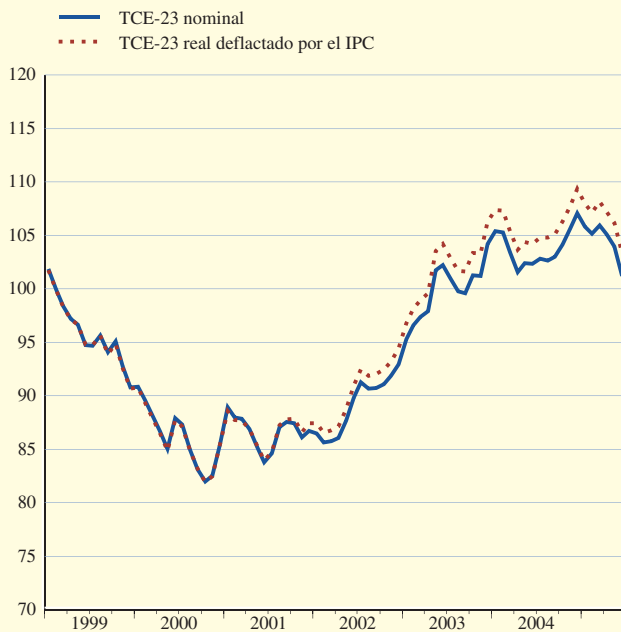
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2002	89,2	90,4	91,9	90,3	88,6	88,4	94,8	90,9	
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,2	99,6	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,3	105,5	104,4	104,0	111,0	105,4	
2004 II	102,1	104,1	103,7	104,1	102,7	102,4	109,2	103,7	
III	102,8	104,9	104,4	104,4	102,6	103,1	110,1	104,5	
IV	105,7	107,8	106,7	107,0	106,5	105,5	113,0	107,2	
2005 I	105,7	107,8	107,1	107,2	105,9	105,3	112,6	106,5	
II	103,4	105,6	104,1	-	-	-	110,1	104,0	
2004 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	107,7	106,5	-	-	-	113,1	107,2	
Dic	107,1	109,4	108,3	-	-	-	114,4	108,5	
2005 Ene	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9	
Feb	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8	
Mar	106,0	108,2	107,5	-	-	-	112,9	106,8	
Abr	105,1	107,2	106,0	-	-	-	111,9	105,8	
May	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6	
Jun	101,2	103,4	101,6	-	-	-	107,6	101,7	
				% variación sobre mes anterior					
2005 Jun	-2,7	-2,6	-2,8	-	-	-	-2,7	-2,7	
				% variación sobre año anterior					
2005 Jun	-1,1	-0,8	-2,1	-	-	-	-1,8	-2,3	

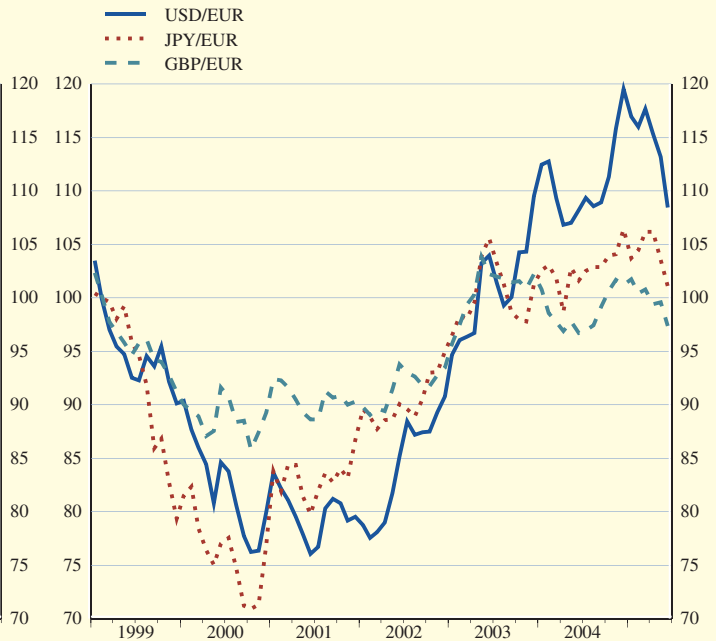
C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
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 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
2005 II	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1.269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
2004 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
2005 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
2005 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
2005 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
2005 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
2005 Jun	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1.231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
	% variación sobre mes anterior											
2005 Jun	0,0	0,8	-2,2	-4,2	-2,3	-0,4	-3,2	-4,4	-3,0	-5,2	-2,3	-4,2
	% variación sobre año anterior											
2005 Jun	0,1	1,3	0,7	0,2	-0,5	1,3	-12,4	-0,1	-2,2	-8,4	-4,7	-9,2
	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 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
2005 II	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36,195
2004 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
2005 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
2005 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
2005 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
2005 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
2005 Jun	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36,136
	% variación sobre mes anterior											
2005 Jun	-0,6	0,0	-0,7	0,0	0,0	-1,2	0,0	-2,7	0,0	-1,2	0,0	-0,1
	% variación sobre año anterior											
2005 Jun	-5,0	0,0	-1,4	6,0	0,0	-1,6	0,9	-11,5	0,0	-3,5	0,1	-11,3
	Yuan renminbi chino ¹⁾ 25	Kuna croata ¹⁾ 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia ¹⁾ 28	Ringgit malasio ¹⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino ¹⁾ 31	Rublo ruso ¹⁾ 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés ¹⁾ 34	Nueva Lira turca ²⁾ 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	
2004 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 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	
2005 Feb	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1.7104	
2005 Mar	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1.7333	
2005 Abr	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
2005 May	10,5062	7,3272	82,36	12.033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396	
2005 Jun	10,0683	7,3169	79,30	11.716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560	
	% variación sobre mes anterior											
2005 Jun	-4,2	-0,1	-3,7	-2,6	-4,2	-2,8	-2,5	-2,2	2,1	-1,5	-4,8	
	% variación sobre año anterior											
2005 Jun	0,2	-0,9	-9,4	2,8	0,2	-11,0	-1,1	-1,5	5,2	0,5	-	

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
IAPC													
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
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
May	0,9	1,3	2,9	2,0	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,3	0,2	1,9
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,4	-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	-1,2	-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	-1,4	-4,5	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	1,4	-3,2
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
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
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2004 Dic	4,05	3,85	-	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
May	3,49	3,39	-	5,84	3,87	3,87	7,00	4,66	5,35	3,92	3,54	3,34	4,45
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2004 Dec.	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
May	1,78	2,18	2,39	4,67	2,85	2,42	7,52	3,25	5,48	4,05	2,75	2,05	4,89
PIB real													
2003	3,2	0,7	5,1	2,0	7,5	9,7	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,4	6,2	3,8	8,5	6,7	4,2	1,0	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 III	4,6	2,5	5,9	4,0	9,1	6,0	4,0	0,4	4,5	4,5	5,3	3,3	3,1
IV	4,6	3,0	5,9	3,1	8,6	6,1	4,0	1,4	3,7	3,4	5,8	2,6	2,7
2005 I	4,4	1,9	.	3,9	7,4	5,6	3,6	-0,1	3,8	2,7	5,1	.	2,1
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
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	-8,4	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,2	-2,0
2004 II	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,1	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
III	-7,4	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
IV	-7,8	0,5	-13,0	-12,6	-7,1	-2,5	-7,1	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,3	-1,3
Costes laborales unitarios													
2003	7,6	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,4	-	.	4,8	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	4,9	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 III	1,4	1,1	5,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	-1,2	0,7
IV	0,7	0,3	4,7	-	.	.	.	-	.	.	5,1	-0,4	.
2005 I	-0,2	1,9	.	-	.	.	.	-	.	.	5,7	3,1	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	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 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	16,2	6,3	4,6
II	.	.	.	5,1	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.
2005 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	8,2	5,0	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,0	5,8	15,9	6,3	4,6
Abr	8,2	4,9	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,7	.	.
May	8,1	.	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,8	17,8	5,9	15,5	.	.
Jun	.	.	.	5,4	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

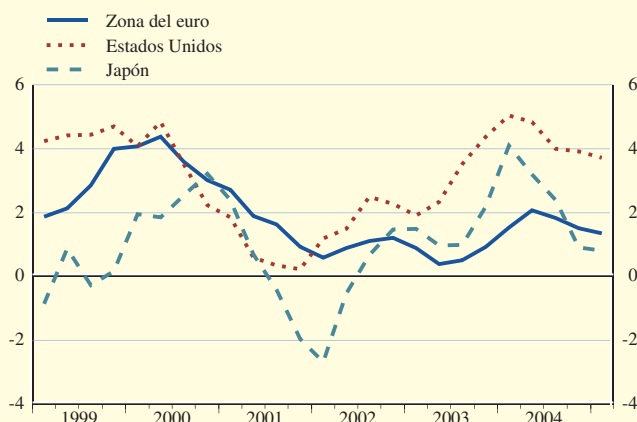
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en el PIB ⁵⁾
	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	-0,5	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 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	2,4	3,7	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	.	.
II	.	.	.	.	.	.	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 Feb	3,0	.	.	4,5	5,4	5,8	2,82	4,16	1,3014	.	.
Mar	3,1	.	.	4,0	5,2	5,2	3,03	4,49	1,3201	.	.
Abr	3,5	.	.	3,3	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	.	.
May	2,8	.	.	3,2	5,1	4,3	3,27	4,14	1,2694	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	3,43	4,00	1,2165	.	.
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	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 II	-0,3	-6,7	3,2	7,2	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	-0,1	-5,7	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 Q1	-0,2	-1,0	0,8	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 Feb	-0,3	-0,8	.	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	.	.
Mar	-0,2	-0,6	.	1,2	4,5	2,1	0,05	1,45	138,83	.	.
Abr	0,0	.	.	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	.	.
May	0,2	.	.	0,9	.	1,5	0,05	1,27	135,37	.	.
Jun	.	.	.	.	.	.	0,05	1,24	132,22	.	.

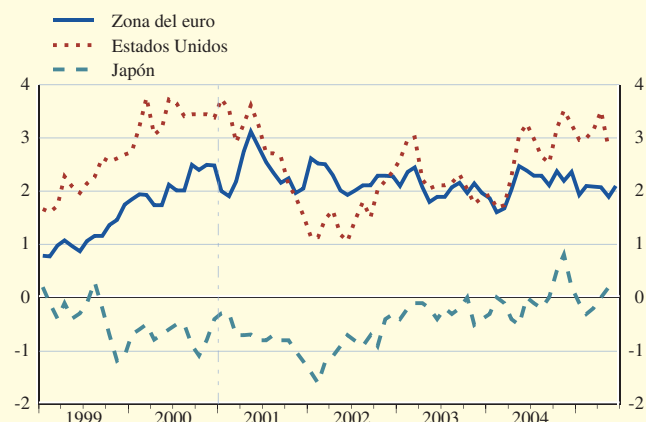
C33 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

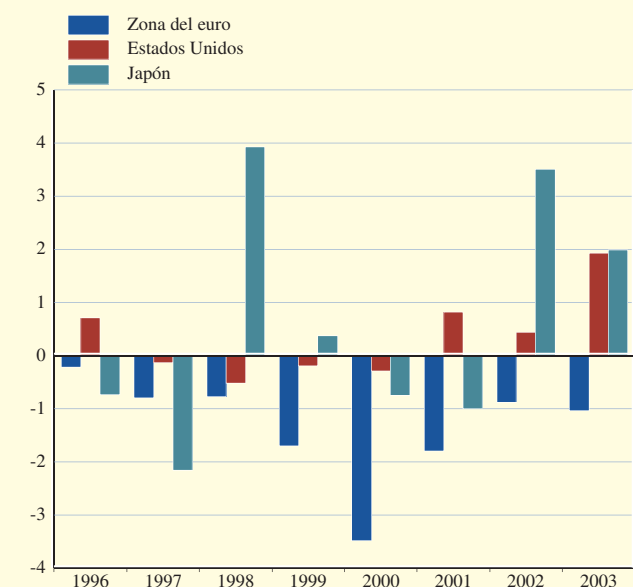
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

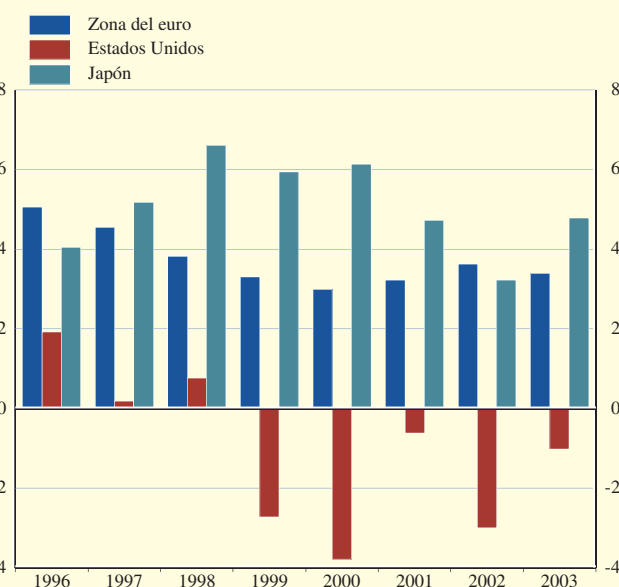
2. Ahorro, inversión y financiación

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

C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C36 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones 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).

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 EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

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), 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 IAPC⁴

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

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 6 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».

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

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

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

nes interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

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

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no fi-

ncieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran 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 95³. 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 residentes 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 ac-

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).

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

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

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

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

dio 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 plazo⁴. 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 2001⁵. 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 componen-

tes (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 da-

4 DO L 162 de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86 de 27.3.2001, p. 11.

tos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en 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 2000⁶, 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 2002⁷, 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)⁸, 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). 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 ante-

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.

riosos se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

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

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo

entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en mone-

da extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información 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, calcula-

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



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

¹ 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, 2 DE JUNIO Y 7 DE JULIO 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.





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 abril y junio 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.
 «El índice armonizado de precios de consumo: propiedades y experiencia acumulada», julio 2005.
 «La estrategia de Lisboa cinco años después», julio 2005.
 «Utilización de la estadística armonizada de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro», julio 2005.

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. Capiello, 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. Papathanassiou, 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. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm and N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors», por International Relations Committee Task Force, julio 2005.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 490 «Unions, wage setting and monetary policy uncertainty», por H. P. Grüner, B. Hayo y C. Hefeker, junio 2005.
- 491 «On the fit and forecasting performance of New-Keynesian models», por M. Del Negro, F. Schorfheide, F. Smets y R. Wouters, junio 2005.
- 492 «Experimental evidence on the persistence of output and inflation», por K. Adam, junio 2005.
- 493 «Optimal research in financial markets with heterogeneous private information: a rational expectations model», por K. Tinn, junio 2005.
- 494 «Cross-country efficiency of secondary education provision: a semi-parametric analysis with non-discretionary inputs», por A. Afonso y M. St. Aubyn, junio 2005.
- 495 «Measuring inflation persistence: a structural time series approach», por M. Dossche y G. Everaert, junio 2005.
- 496 «Estimates of the open economy New Keynesian Phillips curve for euro area countries», por F. Rumler, junio 2005.
- 497 «Early-warning tools to forecast general government deficit in the euro area: the role of intra-annual fiscal indicators», por J. J. Pérez, junio 2005.
- 498 «Financial integration and entrepreneurial activity: evidence from foreign bank entry in emerging markets», por M. Giannetti y S. Ongena, junio 2005.
- 499 «A trend-cycle (-season) filter», por M. Mohr, julio 2005.
- 500 «Fleshing out the monetary transmission mechanism: output composition and the role of financial frictions», por A. Meier y G. J. Müller, julio 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.

«Letter from the ECB President to Mr. Nikolaos Nakalis, Member of the European Parliament», junio 2005.

«Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions», junio 2005.

«Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL», junio 2005.

«Information guide for credit institutions using TARGET», junio 2005.

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).

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 predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos 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.