



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

**08 | 2005**

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

BOLETÍN MENSUAL  
AGOSTO

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 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 3 de agosto 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

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

### Recuadros

1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2005	16
2 Desestacionalización de las estadísticas de emisiones de valores	23
3 La transmisión de la volatilidad del tipo de interés a un día a los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario de la zona del euro	26
4 Una perspectiva histórica de los tipos de interés nominales a largo y a corto plazo en los países más grandes de la zona del euro	31
5 Expectativas del sector privado para la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre del 2005	42
6 Una perspectiva de más largo plazo del desempleo estructural en la zona del euro	50
7 Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008	53

## 5 ARTÍCULOS

La reforma del pacto de estabilidad y crecimiento	63
El papel de las «economías emergentes de Asia» en la economía mundial	79
Evolución de los billetes en euros y retos futuros	89

## 57 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 4 de agosto 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 confirmó su valoración anterior de que la orientación de la política monetaria es apropiada, dadas las actuales perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. Los tipos de interés de la zona del euro se encuentran en unos niveles históricamente muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, por lo que siguen constituyendo un estímulo para la actividad económica. El Consejo de Gobierno 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, el Consejo de Gobierno espera que se produzca una recuperación sostenida, aunque gradual, de la economía de la zona del euro. Esta expectativa se sustenta en varias consideraciones. En el entorno exterior, el sólido 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. En el ámbito interno, si bien el aumento de los precios del petróleo ha incidido sobre la demanda interna, los datos económicos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas más recientes señalan cierta mejora. De cara al futuro, la inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, de la fuerte demanda mundial, del vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales y de la mejora de la eficiencia que se está produciendo en las empresas. Además, el consumo debería crecer prácticamente en consonancia con la evolución esperada de la renta disponible.

Los principales riesgos que podrían ralentizar la intensificación del crecimiento económico de la zona del euro derivan de los elevados precios del petróleo y del bajo nivel de confianza de los consumidores en la zona del euro. Asimismo, la persistencia de desequilibrios en la economía mundial sigue constituyendo un motivo de preocupación.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, el incremento de los precios del petróleo ha continuado ejerciendo presiones alcistas. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,2% en julio, tras el 2,1% registrado en junio. Sin embargo, no se aprecian indicios significativos de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. De acuerdo con los últimos datos disponibles, la evolución de los salarios sigue siendo moderada, aunque parece que la tendencia a la baja del crecimiento salarial observada durante los últimos años se ha estabilizado recientemente.

Los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo están principalmente relacionados con la evolución de los precios del petróleo y con la posibilidad de que se produzcan efectos secundarios derivados del comportamiento en la fijación de salarios y precios. A este respecto, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. La tendencia de los precios de importación y las incertidumbres relativas a la evolución futura de los impuestos indirectos y de los precios administrados representan otros factores que han de ser tomados en consideración al evaluar las perspectivas de inflación.

En cuanto al análisis monetario, los últimos datos confirman el fuerte crecimiento monetario y del crédito que se ha venido observando desde mediados del 2004. La evolución monetaria está determinada por el bajo nivel de los tipos de interés, como se refleja en el vigoroso crecimiento de los componentes más líquidos de M3. Los reducidos tipos de interés están asimismo estimulando la expansión del crédito, con un incremento generalizado de la

demanda de préstamos en el sector privado. El crecimiento del endeudamiento hipotecario se mantiene muy intenso. En este contexto, es necesario realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios de los activos, en especial la de los mercados inmobiliarios. La liquidez continúa siendo holgada según todas las medidas fiables. En conjunto, el análisis monetario sigue avalando la adopción de una actitud de vigilancia respecto de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios en horizontes temporales de medio a largo plazo.

En resumen, el análisis económico indica que actualmente las presiones inflacionistas internas en la zona del euro son limitadas. Al mismo tiempo, continúa siendo preciso llevar a cabo un seguimiento atento de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios, en particular con relación a la persistencia de los elevados precios del petróleo. El contraste con el análisis monetario confirma la necesidad de continuar con una actitud vigilante a fin de que las expectativas de inflación se mantengan 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.

En lo referente a las políticas fiscales, en un momento en el que la mayoría de los países están en el proceso de elaboración de sus presupuestos para el 2006, adoptar una orientación a medio plazo en materia de política fiscal destinada a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas resulta esencial para fomentar unas tasas de crecimiento y

empleo más elevadas en la zona del euro. En muchos países se ha de actuar con decisión para sanear las finanzas públicas mediante la aplicación de medidas de carácter estructural. A este respecto, en muchos Estados miembros el ritmo del saneamiento presupuestario sigue siendo muy lento. Una mayor determinación para afrontar las causas estructurales de los desequilibrios presupuestarios contribuiría a reducir la incertidumbre de consumidores y empresas, y con ello se fortalecería el dinamismo de la economía de la zona del euro.

Asimismo, se requieren medidas más decididas con el fin de mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo de la zona del euro. Aunque hay indicios de que el nivel de desempleo estructural ha ido descendiendo en el conjunto de la zona del euro desde mediados de la década de los noventa, el proceso ha sido muy desigual entre países. Estas divergencias reflejan, en gran medida, las diferencias entre países en cuanto a las reformas de los mercados laborales. Mientras que algunos han logrado importantes avances para conseguir que sus mercados laborales sean más flexibles y adaptables, en muchos países se precisan reformas más ambiciosas para reducir de forma significativa las tasas de desempleo estructural.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero explica y evalúa la reciente reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El segundo analiza el papel cada vez más importante que desempeñan «la economías emergentes de Asia» en la economía mundial. El tercer artículo trata sobre diversas cuestiones recientes relativas a la producción y emisión de billetes.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido y hay indicios de que el reciente debilitamiento del sector manufacturero podría haber sido transitorio. Al mismo tiempo, parece que, en general, las presiones inflacionistas a escala mundial se encuentran contenidas. Las perspectivas para la economía mundial y para la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables, aunque los elevados precios del petróleo representan un importante riesgo para estas perspectivas.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

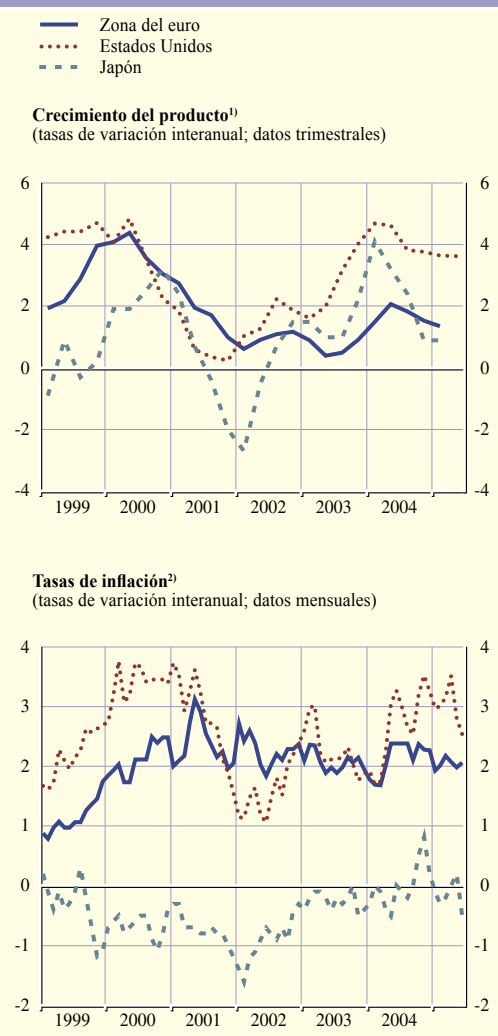
La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido (véase gráfico 1). La actividad es especialmente intensa en Estados Unidos y en algunos países de Asia, sobre todo en China. Aunque el crecimiento mundial sigue sustentándose en los servicios en particular, la evolución reciente de la producción industrial y la evidencia que presentan las encuestas sugieren que, al menos en parte, la debilidad observada recientemente en las manufacturas podría haber sido transitoria, reflejo de nuevos avances en los ajustes de las existencias. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas a escala mundial continúan estando, en general, relativamente bien contenidas.

#### ESTADOS UNIDOS

La actividad económica en Estados Unidos siguió siendo intensa en el segundo trimestre del 2005, a pesar de haberse moderado en cierta medida desde el trimestre anterior. Según estimaciones preliminares, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,4% en el segundo trimestre, frente al 3,8% del trimestre anterior. Esta moderación fue, en parte, consecuencia de una fuerte contribución negativa de las existencias al crecimiento; al mismo tiempo, se mantuvo el dinamismo de la demanda interna final y la contribución de la demanda exterior neta al PIB se tornó positiva.

A juzgar por los últimos indicadores publicados, en Estados Unidos parece haberse mantenido el fuerte impulso económico en los últimos meses. El efecto de moderación de los elevados precios del petróleo en la actividad ha sido, al parecer, limitado. El bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo ha seguido respaldando la inversión residencial y otros componentes del gasto de los hogares y las empresas. La producción manufacturera registró un sólido crecimiento en mayo y en junio, tras una evolución algo más débil en los

Gráfico I 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.



meses anteriores, que parece haber guardado relación, en parte, con el ajuste de las existencias. El repunte del índice ISM en junio y julio es otra señal del renovado vigor del sector manufacturero. Tras una cierta moderación en los meses de primavera, los indicadores de consumo de los hogares y de gasto en inversión en capital fijo mejoraron en junio. Volvió a crecer el consumo personal y se produjo una recuperación de los pedidos de bienes de capital no relacionados con la defensa, excluidas las aeronaves. De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica general siguen siendo bastante favorables a corto plazo.

Los aumentos de los precios de consumo, excluida la energía, se han mantenido en niveles moderados, a pesar de la aceleración de los costes laborales unitarios y del elevado precio del petróleo. En junio, la inflación interanual medida por los precios de consumo disminuyó hasta el 2,5% y, si se excluyen los alimentos y la energía, se redujo hasta el 0,2%.

### **JAPÓN**

En Japón, la actividad económica ha cobrado impulso. Tras el fuerte repunte registrado en el primer trimestre del 2005, la demanda interna siguió recuperándose en el segundo trimestre, respaldada por un fortalecimiento del consumo privado y la inversión empresarial. Las mejoras en los mercados de trabajo y la favorable evolución de los salarios han sustentado el consumo de los hogares; además, la elevada rentabilidad de las empresas y una mejora de las expectativas en este sector han servido de apoyo a la inversión. De cara al futuro, se espera que la economía japonesa mantenga su expansión a un ritmo bastante vigoroso. Es probable que el crecimiento se vea respaldado, en particular, por la demanda interna y, a juzgar por el reciente repunte del crecimiento de las exportaciones, cabría pensar que el sector exterior también está recuperándose.

En lo que se refiere a la evolución de los precios de consumo, el IPC volvió a registrar una tasa de variación interanual negativa en junio, pasando del 0,2% observado en mayo a -0,5%. Aunque esta nueva caída tuvo su origen en la evolución de los precios de los alimentos frescos, la tasa de inflación interanual medida por el IPC, excluido este componente, también se redujo, aunque de forma más moderada, hasta -0,2%. Los precios industriales, medidos por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas, han continuado incrementándose en los últimos meses, aunque a un ritmo más lento (1,4% en tasa interanual en junio, frente al 1,8% registrado en mayo). En su reunión de 27 de julio, el Banco de Japón decidió 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, según estimaciones provisionales, la tasa de crecimiento intertrimestral del producto se mantuvo sin cambios, en el 0,4%, en el segundo trimestre del 2005. Como resultado, la tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 1,7%, reflejando una desaceleración en los servicios y una caída en tasa interanual de la producción del sector manufacturero. De cara al futuro, aunque el crecimiento del producto podría registrar una ligera aceleración hacia finales del año en curso, es probable que el crecimiento del PIB real en el 2005 sea muy inferior al 3,2% observado el pasado año.

En el mercado de trabajo han comenzado a observarse algunas señales de relajación. El crecimiento interanual de los salarios medios, incluidos los componentes salariales variables, se redujo hasta el 4,1% en mayo (frente al 4,6% registrado en abril) y el paro registrado aumentó por quinto mes consecutivo. No obstante, la tasa de paro se mantuvo estable en el 4,8% en los tres meses transcurridos hasta mayo. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2%, frente al 1,9% observado en cada uno de los tres meses anteriores. Este ligero incremento es atribuible, principalmente, a la evolución de los precios de los alimentos. Si bien los precios industriales han seguido aumentando rápidamente (9,5% en

el año transcurrido hasta mayo), los precios de la vivienda volvieron a bajar en tasa interanual. El 4 de agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés básico en 0,25 puntos porcentuales para situarlo en el 4,5%.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

El crecimiento del producto en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro continuó desacelerándose en el primer trimestre del 2005 hasta una tasa media interanual del 2,1%. En Dinamarca y Suecia, la reducción fue particularmente acusada y atribuible, en gran medida, al debilitamiento de la demanda interna. Los indicadores adelantados apuntan a una recuperación en el segundo trimestre de este año, pero para el conjunto del año, es probable que el crecimiento del PIB real sea menor que en el 2004. La inflación medida por el IAPC aumentó en junio hasta el 0,8% en Suecia y el 1,7% en Dinamarca, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía.

El crecimiento medio del PIB real en los diez nuevos Estados miembros de la UE se redujo hasta una tasa interanual ponderada del 4% en el primer trimestre, frente al 4,4% registrado en el trimestre anterior. Para el conjunto de año, se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB real en estos países en comparación con el año 2004. No obstante, las perspectivas siguen siendo, en general, favorables, sobre todo en los Estados Bálticos y Eslovaquia. Por lo que respecta a los tres nuevos Estados miembros más grandes, el crecimiento interanual del PIB real se redujo en Hungría hasta el 2,9% en el primer trimestre del 2005, mientras que en la República Checa y Polonia el crecimiento del producto, en tasa interanual, se mantuvo prácticamente estable.

En los diez nuevos Estados miembros, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se redujeron hasta una media ponderada del 1,9% en junio, desde el 2,3% registrado en mayo. En los tres países más grandes de este grupo, las tasas de inflación interanual se han estabilizado prácticamente en Hungría y en la República Checa, tras el descenso experimentado durante el segundo semestre del 2004, mientras que, en Polonia, continúan reduciéndose. La inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 1,3% en junio en la República Checa, mientras que en Hungría se registró un ligero incremento hasta el 3,7%. En Polonia, la tasa de inflación del IAPC se redujo hasta el 1,4%, como consecuencia, en gran medida, del menor aumento de los precios de los alimentos. En un contexto de mejores perspectivas para la inflación, el 18 de julio de 2005, el Magyar Nemzeti Bank redujo su tipo de interés oficial 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 6,75%. El 27 de julio, el Narodowy Bank Polski rebajó su tipo de interés de referencia 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,75%.

### ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

En China, la economía ha continuado su sólida expansión, habiéndose registrado un crecimiento interanual del PIB real del 9,5% en el segundo trimestre del 2005. El fuerte y sostenido crecimiento de las exportaciones, combinado con un descenso del crecimiento de las importaciones se ha traducido en una notable mejora de la balanza comercial y en una mayor contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Al mismo tiempo, el dinamismo de la demanda interior ha seguido apoyando la aceleración de la actividad económica. Además, se mantiene la tendencia de moderación de las presiones inflacionistas, ya que la inflación interanual medida por el IPC se redujo al 1,6% en junio.

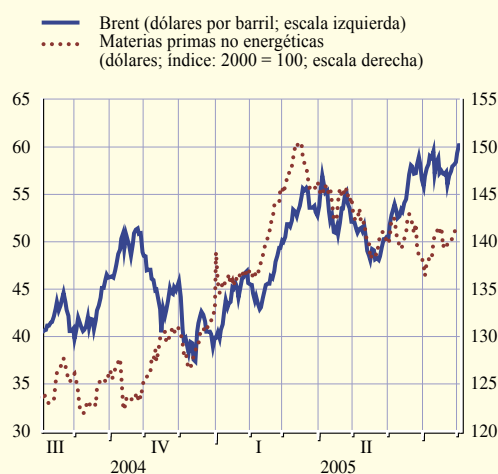
En algunos de los otros principales países de Asia, excluido Japón, el crecimiento ha experimentado una ligera mejora en los últimos meses. En concreto, el consumo de los hogares sigue siendo muy dinámico en la mayoría de las economías de la región. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas han continuado relajándose en algunas de las principales economías asiáticas, excluido Japón, pero se han intensificado notablemente 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. No obstante, es probable que el crecimiento de la economía china experimente una desaceleración en el segundo semestre de este año, como consecuencia de la avanzada fase del ciclo económico y de la política monetaria más restrictiva en curso.

### AMÉRICA LATINA

En América Latina, los últimos datos publicados indican que la actividad económica, si bien se está moderando, sigue siendo bastante vigorosa. Las exportaciones continúan impulsando el crecimiento del producto. En mayo, la producción industrial aumentó un 4,1% y un 3% (en tasa interanual) en Brasil y México, respectivamente, mientras que en junio creció un 6,4% en Argentina. Las perspectivas para la región siguen siendo positivas. Se prevé una aceleración de la demanda interna en el segundo semestre del año, que compensará una probable reducción de la demanda exterior. También se espera que, en general, los costes de financiación se reduzcan en vista de que las presiones inflacionistas son algo más moderadas.

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



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

### 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En un entorno de considerable volatilidad, los precios del petróleo se mantuvieron en niveles elevados en julio. A principios de agosto, volvieron a registrar máximos históricos: el 2 de agosto, el precio del barril de Brent se situaba en 60,2 dólares estadounidenses. La limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción y la persistente inquietud respecto a la seguridad del suministro de petróleo han mantenido las presiones al alza sobre los precios, a pesar de que recientemente la Agencia Internacional de la Energía ha revisado a la baja las proyecciones de la demanda de crudo en el 2005. El alza de los precios del petróleo ha coincidido con subidas incluso mayores de los futuros sobre el petróleo a plazos más largos, de lo que se deduce que los participantes en los mercados esperan que los precios se mantengan en niveles elevados más allá del año 2005. El 3 de agosto, el precio de los futuros sobre el Brent con entrega a finales del 2007 se situaba en 60,3 dólares estadounidenses.

Los precios de las materias primas no energéticas, expresados en dólares estadounidenses, no experimentaron prácticamente cambios en julio en comparación con el mes anterior, ya que un incremento de los precios de las materias primas industriales se compensó con un descenso de los precios de los alimentos. En promedio, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en julio un 5,3% por debajo del máximo histórico alcanzado en marzo del 2005, pero fueron casi un 7,5% más altos que hace un año.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas para el entorno exterior y para la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. Dado que parte de la debilidad observada recientemente en las manufacturas, rela-

cionada en cierta medida con las revisiones de las existencias, parece estar remitiendo, es posible que las favorables condiciones de financiación y la sólida situación de los beneficios puedan volver a desempeñar un papel más destacado en la evolución de la actividad mundial. Sin embargo, no puede descartarse en estos momentos la posibilidad de que se produzca una nueva desaceleración, si bien gradual, de la actividad económica internacional. En concreto, el crecimiento de la economía china podría experimentar una desaceleración en comparación con el dinamismo observado en el primer semestre del 2005. También apunta a una posible desaceleración el indicador sintético adelantado de la OCDE, que ha descendido de forma sostenida a lo largo del año hasta el mes de mayo. El principal riesgo para estas perspectivas, en general bastante favorables, proviene de la evolución de los precios del petróleo, ya que los participantes en los mercados esperan actualmente que dichos precios se mantengan en los próximos años en niveles próximos a los vigentes. Además, la persistencia de los desequilibrios mundiales constituye otra fuente de riesgo.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos correspondientes a junio del 2005 apuntan a que persiste el pronunciado crecimiento monetario observado desde el segundo semestre del 2004. El efecto positivo de los reducidos tipos de interés sigue siendo el principal factor impulsor de la evolución monetaria, a pesar de que, en parte, continúa la normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, que, en cierta medida, causa un efecto compensador que modera el crecimiento de M3. El impacto de los bajos niveles de los tipos de interés también se refleja en el fortalecimiento de la ya elevada demanda de préstamos de las IFM por parte del sector privado. El intenso crecimiento monetario, en un entorno de abundancia de liquidez en la zona del euro, plantea riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Por otra parte, la liquidez acumulada y la favorable trayectoria del crédito hacen necesario realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que surjan desajustes.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se elevó hasta el 7,5% en junio del 2005, desde el 7,3% de mayo. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 7,2% en el período comprendido entre abril y junio del 2005, frente al 6,9% del período transcurrido de marzo a mayo. Los datos correspondientes a los últimos meses confirman el fortalecimiento del crecimiento de este agregado observado desde el segundo semestre del 2004. Esta intensificación del crecimiento también es patente en la evolución a más corto plazo de M3, que se mantuvo vigorosa en junio, como se reflejó en el nuevo aumento de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de este agregado monetario, que se situó en el 7,1%, desde el 6,9% del mes precedente (véase gráfico 3).

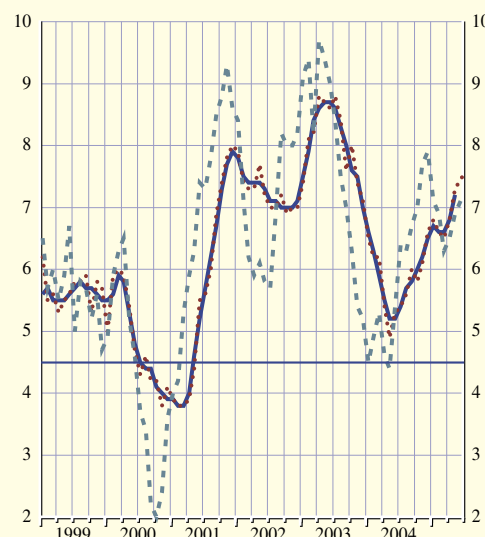
Los datos de junio confirman la opinión de que el impacto positivo de los reducidos tipos de interés fue el principal factor impulsor de la evolución monetaria, lo que queda reflejado en el persistente e intenso crecimiento de los componentes más líquidos de M3. En cuanto a las contrapartidas, los bajos niveles de los tipos de interés contribuyeron a que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado aumentara de nuevo.

Al mismo tiempo, sigue habiendo evidencia de que, en cierta medida, continúa la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, lo que modera el crecimiento monetario. Esto queda reflejado en la elevada tasa de crecimiento intermensual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y en el reducido crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, que muestra una trayectoria descendente. Con todo, los flujos positivos registrados en los activos exteriores ne-

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

tos de las IFM en los doce últimos meses indican que el sector tenedor de dinero de la zona del euro sigue siendo reacio a invertir en activos de fuera de la zona, impidiendo con ello que los anteriores desplazamientos de cartera cambien totalmente de signo.

Considerando la intensa tasa de crecimiento interanual de M3 durante los últimos trimestres, la liquidez de la zona del euro continúa siendo abundante. El fuerte crecimiento monetario y la actual situación de liquidez holgada apuntan a riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo si una parte considerable de esta liquidez se transformara en dinero para transacciones en momentos de aumento de la confianza y de mejora de la actividad económica real. Además, un pronunciado crecimiento del crédito en el contexto de una situación de liquidez abundante requiere un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En junio, M1 continuó siendo el agregado que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. Entre los componentes de M1, las tasas de crecimiento interanual del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista se elevaron. La tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo también aumentó en comparación con el mes anterior (véase cuadro 1). Es probable que la elevada demanda actual de depósitos a corto plazo se deba al reducido coste de oportunidad de mantener estos activos en un entorno de tipos de interés reducidos.

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, aumentó de nuevo en junio. Desde mediados del 2004, la acumulación de este tipo de liquidez ha sido generalizada en todos los sectores, y la contribución del sector de intermediarios financieros no monetarios al incremento de la citada tasa ha sido especialmente importante.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 descendió hasta el 5,1% en junio, desde el 5,7% de mayo. Esta evolución se debe a la reducción de la tasa de crecimiento

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 May	2005 Jun
<b>M1</b>	<b>47,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>
Efectivo en circulación	7,3	20,3	19,1	18,0	17,3	17,0	17,2
Depósitos a la vista	40,3	7,9	7,7	8,2	8,4	8,9	9,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,1	2,0	3,5	4,5	5,1	4,9	5,2
Depósitos a plazo hasta dos años	15,4	-5,8	-2,4	0,5	2,7	1,9	3,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	22,6	7,6	7,4	7,1	6,6	6,7	6,1
<b>M2</b>	<b>85,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,4	4,0	3,9	3,9	4,3	5,7	5,1
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		6,3	3,7	3,4	2,0	1,5	1,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,2	0,6	-0,4	-0,9	-0,3	-1,0
Crédito al sector privado		6,2	6,7	7,3	7,7	7,8	8,0
Préstamos al sector privado		6,2	6,9	7,3	7,5	7,5	7,9
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>

Fuente: BCE.

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

interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, instrumentos que con frecuencia se utilizan en épocas de mayor incertidumbre para «aparcar» fondos cuando los inversores consideran que otros activos entrañan demasiado riesgo. Los fondos del mercado monetario han registrado un crecimiento moderado y en descenso en los últimos meses, tras las elevadas tasas de crecimiento interanual (de dos dígitos) observadas entre mediados del 2001 y finales del 2003. Este comportamiento apunta a que continúa la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras. A diferencia de la evolución observada en las participaciones en fondos del mercado monetario, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años se elevó hasta el 12,3% en junio, frente al 9,8% del mes anterior.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, desde el 7,5% de mayo hasta el 7,9% de junio, fue consecuencia del impacto positivo de los reducidos tipos de interés aplicados al crédito, así como de mejoras en las condiciones de oferta (véase el recuadro 1 sobre la encuesta de préstamos bancarios de julio del 2005). El mayor crecimiento de los préstamos fue generalizado en los principales sectores no financieros (véase cuadro 2).

Los préstamos de las IFM a los hogares siguieron impulsados, fundamentalmente, por la dinámica evolución de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 10,4% en junio, frente al 10,1% de mayo. El elevado endeudamiento para adquisición de vivienda obedeció al entorno de bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios y a la intensa trayectoria del mercado de la vivienda en algunas regiones de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que se había fortalecido desde principios del 2004, se mantuvo estable en junio, una evolución similar en todos los plazos de vencimiento de los préstamos. La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas disminuyó, como consecuencia, principalmente, del menor crecimiento de las tenencias de valores por parte del sector de las IFM.

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 May	2005 Jun
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,5</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>
Hasta un año	31,2	-1,4	1,6	3,3	4,5	4,9	4,9
De uno a cinco años	17,2	6,0	5,8	6,7	6,5	6,4	6,4
Más de cinco años	51,5	7,3	7,0	6,9	6,9	7,0	7,0
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,5	6,0	6,2	6,4	6,8	7,2	7,2
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	68,5	9,3	9,9	10,1	10,1	10,1	10,4
Otras finalidades	18,1	2,2	1,9	2,2	2,2	2,3	2,6
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>23,0</b>	<b>14,3</b>	<b>8,8</b>	<b>17,8</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,3</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>13,3</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

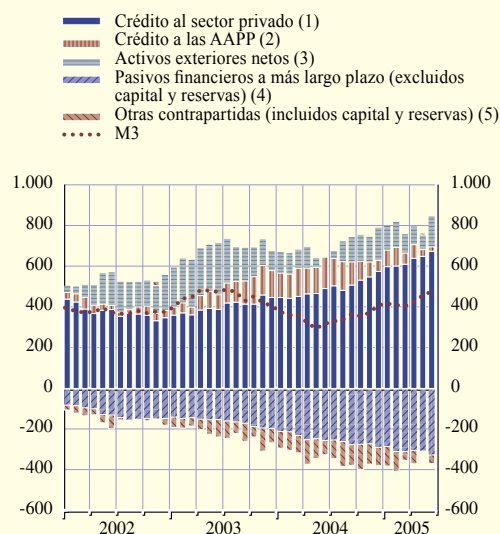
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) registró un nuevo máximo y se situó en el 10% en junio, desde el 9,4% de mayo (véase cuadro 1). Esta evolución aporta evidencia de la normalización en curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, ya que refleja el cambio de signo de las tenencias de activos monetarios hacia instrumentos a más largo plazo y con algo más de riesgo que estos activos.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro se incrementaron y continuaron contribuyendo positivamente al crecimiento de M3. Esta evolución es acorde con la persistente reticencia del sector tenedor de dinero de la zona a invertir en activos exteriores, lo que impide que los anteriores desplazamientos de cartera cambien de sentido con más rapidez. En junio del 2005, los flujos interanuales de los activos exteriores netos ascendían a 151 mm de euros, la cifra más elevada desde diciembre del 2004. No obstante, no debe concederse excesiva importancia a las variaciones a corto plazo de la posición acreedora neta frente al exterior, ya que puede estar muy afectada por transacciones transfronterizas de gran envergadura y, en consecuencia, presenta una volatilidad considerable en términos intermensuales.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, por un lado, el mayor dinamismo del crédito de las IFM al sector privado, en particular, el aumento de la ya elevada tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y el pronunciado crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, continuaron influyendo positivamente en el crecimiento de M3. Por otro lado, la actual intensa expansión de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y la reducción del crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario confirman la opinión de que se está normalizando el comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras. No obstante, las aparentes reticencias del sector tenedor de dinero de la zona a invertir en activos exteriores están impidiendo que esta normalización se lleve a cabo con más rapidez. Con ello, la situación de liquidez abundante persiste y, en el contexto de un vigoroso crecimiento monetario y del crédito, apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

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.



**RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DEL 2005**

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2005<sup>1</sup>. Los resultados muestran una mayor relajación, en términos netos<sup>2</sup>, de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el segundo trimestre del 2005, en comparación con el trimestre anterior. No obstante, al mismo tiempo, las entidades de crédito endurecieron ligeramente los criterios de concesión aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que el grado de relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares disminuyó. En cualquier caso, para el tercer trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta esperaban una relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos a empresas y a hogares.

**Préstamos o líneas de crédito a empresas**

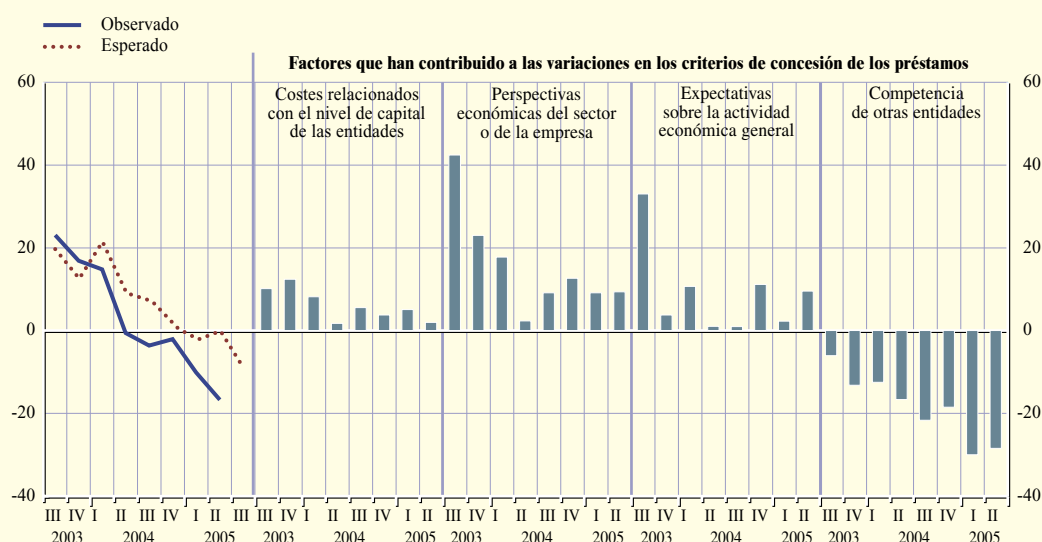
**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes señalaron que los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas se relajaron más, en términos netos, en el segundo trimestre del 2005, relajación que fue más pronunciada que la indicada en el trimestre anterior (el -17%, en comparación con el -10%). Este fue el quinto trimestre consecutivo en el que se registró una relajación neta de los citados criterios, continuando así con la tendencia a la baja observada desde que comenzó a realizarse la encuesta sobre préstamos bancarios (véase el primer panel de gráfico A). Entre los factores que explican los cambios en los criterios de concesión del crédito, la competencia de otras entidades fue el que más contribuyó a la relajación de dichos criterios (véase el quinto panel del gráfico A). Por el contrario, la percepción de los riesgos relativos a la actividad económica general fue el factor que más contribuyó a que los criterios de concesión se endurecieran con respecto al trimestre anterior, y siguió actuando como factor compensador (véase el cuarto panel del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, la nueva relajación de los criterios de concesión se llevó a cabo, principalmente, a través de fuertes reducciones de los márgenes de los préstamos ordinarios, seguido de una ampliación del plazo de vencimiento de los préstamos. En cuanto al tamaño de los prestatarios, las entidades indicaron que se había producido una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito a las pequeñas y medianas empresas, así como un considerable incremento de la relajación de los criterios de aprobación del crédito a las grandes empresas.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta<sup>3</sup> de préstamos a empresas se mantuvo negativa y disminuyó levemente con respecto al trimestre anterior (hasta el -5%, desde el -1%; véase el primer panel del gráfico B). Este resultado fue consecuencia, en gran medida, de la evolución observada en un país. El descenso de la demanda neta afectó tanto a los préstamos a las pequeñas y medianas empresas como a los préstamos a las grandes empresas. Según las entidades participantes en la encuesta, los factores que más contribuyeron a la persistencia de una demanda neta negativa fueron el hecho de que la inversión en capital fijo se mantuviera moderada, el uso de fuentes alternativas de financia-

- 1 El 5 de agosto de 2005 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2005, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que se han endurecido los criterios de concesión de los préstamos y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).
- 3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades participantes que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y el de las que han señalado que a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2005.

ción, en particular, la disponibilidad de financiación interna (relacionada con una mejora de la rentabilidad) por parte de las empresas, y el recurso a préstamos de otras entidades. Sin embargo, las entidades señalaron que la reestructuración de la deuda, las fusiones y adquisiciones y las actividades de reestructuración de empresas fueron destacados factores compensadores que contribuyeron al incremento registrado, en términos netos, en la demanda de préstamos a empresas en el segundo trimestre del 2005.

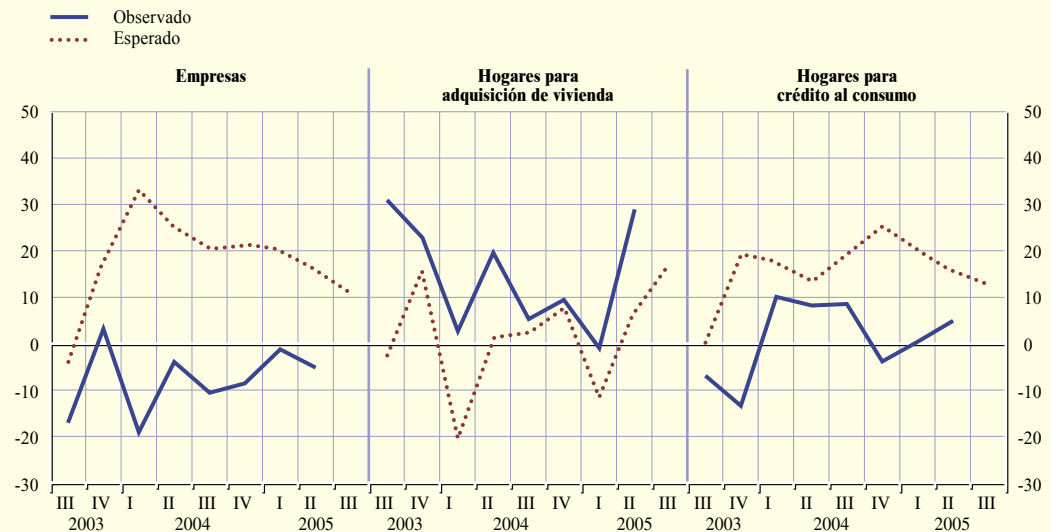
**Expectativas:** En general, para el tercer trimestre del 2005, las entidades esperaban una mayor relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas (véase el primer panel del gráfico A). Al mismo tiempo, las entidades participantes esperaban un aumento de la demanda neta de préstamos a empresas (véase el primer panel del gráfico B), si bien se esperaba que el aumento previsto fuera más pronunciado para las pequeñas y medianas empresas que para las grandes empresas.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes indicaron que en el segundo trimestre del 2005 se había producido un leve endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (el 2%, desde el -7% del primer trimestre), la primera vez que apuntan a un endurecimiento desde el primer trimestre del 2004 (véase el primer panel del gráfico C). Ello se debió, en particular, a un aumento de la percepción del riesgo por parte

**Gráfico B Variaciones en la demanda de préstamos o líneas de crédito a empresas y hogares**

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2005.

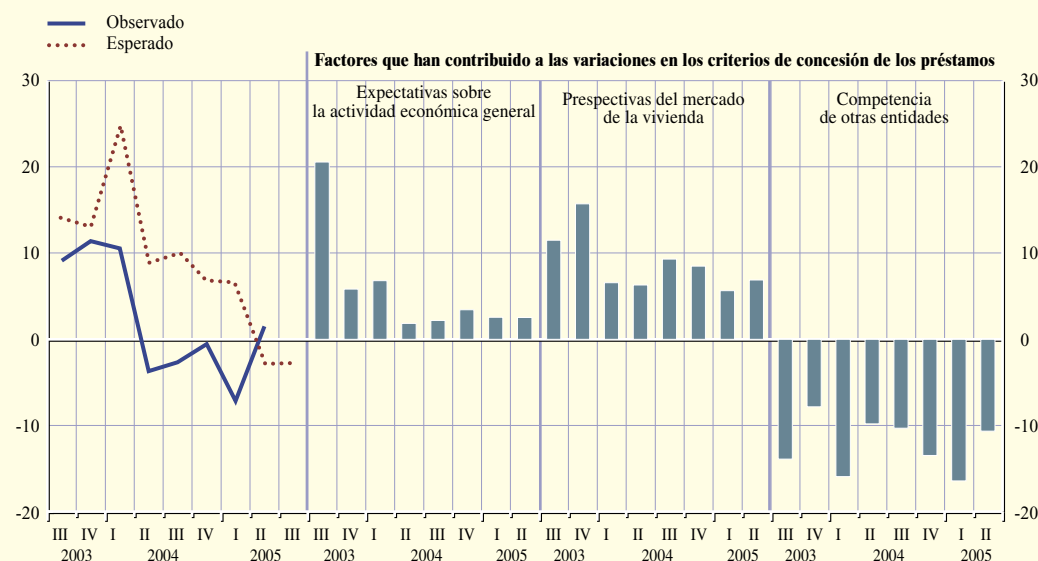
de las entidades, atribuible, principalmente, a un empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda (véase el tercer panel del gráfico C), pero también a la percepción del riesgo en lo que respecta a la actividad económica general (véase el segundo panel del gráfico C). Al mismo tiempo, la competencia de otras entidades siguió contribuyendo a una relajación neta de los criterios, aunque en menor medida que en el trimestre anterior (véase el cuarto panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades señalaron que el moderado endurecimiento, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda obedeció, fundamentalmente, a las mayores exigencias de garantías y a un incremento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó considerablemente en el segundo trimestre del 2005 (hasta el 29%, desde el -1% del trimestre anterior) (véase el segundo panel del gráfico B). Esta evolución se debió, principalmente, a una contribución más positiva de las perspectivas del mercado de la vivienda de los hogares.

**Expectativas:** Para el tercer trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta preveían una ligera relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda (véase el primer panel del gráfico C). Esta ha sido la segunda ocasión en que las entidades esperaban tal relajación, ya que las condiciones de concesión del crédito han tendido a ser más flexibles de lo previsto por las entidades, que continuaban esperando un nuevo aumento de la demanda neta de este tipo de préstamos en el tercer trimestre del 2005 (véase el segundo panel del gráfico B).

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y y el de las que han señalado que a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2005.

### Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

**Criterios de aprobación del crédito:** En cuanto a los préstamos a hogares para crédito al consumo, los criterios de concesión registraron una relajación neta ligeramente menor en el segundo trimestre del 2005 (hasta el -2%, desde el -7% del primer trimestre) (véase el primer panel del gráfico D). El factor que más contribuyó a esta relajación neta fue la mayor competencia de otras entidades (véase el quinto panel del gráfico D). Las expectativas relativas a la actividad económica general se percibieron como algo menos negativas que en el trimestre precedente, pero continuaron contribuyendo, en cierta medida, a un endurecimiento neto de los criterios de concesión del crédito (véase el segundo panel del gráfico D). Otros factores que compensaron la leve relajación neta fueron la mayor percepción de los riesgos relacionados con la menor solvencia de los consumidores y con las garantías solicitadas (véanse el tercer y cuarto panel del gráfico D). Las entidades modificaron las condiciones del crédito al consumo mediante una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios, fundamentalmente.

**Demanda de préstamos:** Según han señalado las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se incrementó ligeramente en el segundo trimestre del 2005 (véase el tercer panel del gráfico B). El factor que más contribuyó a esta evolución fue el aumento del gasto en bienes de consumo duradero.

### Gráfico D Variaciones en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para crédito al consumo y otros créditos

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y el de las que han señalado que a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2005.

**Expectativas:** Para el tercer trimestre del 2005, las entidades esperaban una relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación del crédito (véase el primer panel del gráfico D) y un aumento de la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares (véase el tercer panel del gráfico B).

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

En mayo del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo relativamente elevada. La emisión de este tipo de valores siguió respaldándose en el sector financiero, y, en particular, en la actividad emisora de las instituciones financieras no monetarias, que se aceleró aún más. En cambio, la emisión de acciones cotizadas por parte de los residentes en la zona del euro se mantuvo moderada.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió hasta el 7,2% en mayo del 2005, desde el 7,5% de abril (véase cuadro 3). Desde enero del 2004, la trayectoria de la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores se ha sustentado, fundamentalmente, en la pronunciada tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la de los valores distintos de acciones a corto plazo se ha mantenido relativamente contenida. El pronunciado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se debió, principalmente, a la evolución de la emisión de valores distintos de acciones a tipo de interés variable, que aumentó progresivamente desde una tasa de crecimiento interanual del 12,8%, en

enero del 2004, hasta el 19,2% de mayo del 2005. En consecuencia, la participación de la financiación a tipo de interés variable en el saldo vivo total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó hasta casi el 23% en mayo.

En lo que respecta a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM descendió con respecto al mes anterior, aunque se mantuvo relativamente elevada, en el 8,4%, en mayo (véase gráfico 5). Dentro de este sector, la financiación mediante valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable fue especialmente intensa, y alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 17,9% en mayo, lo que representa el 36% del saldo vivo total de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro. El pronunciado crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM puede haber estado relacionado con sus necesidades de financiación, resultantes del relativamente vigoroso crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado y el relativamente reducido coste de la financiación.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras descendió hasta el 5,3% en mayo, desde el 5,9% de abril, debido, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por este sector, que cayó desde el 6,8% de abril hasta el 5,6% de mayo. El aumento de la emisión por parte de las sociedades no financieras fue atribuible, en su mayor parte, a los valores distintos de acciones a tipo de interés variable, que continuaron creciendo con relativa intensidad. En consecuencia, la participación de la financiación a tipo de interés variable en el saldo vivo total de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta aproximadamente el 16% en mayo del 2005. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras, que tiende a seguir un patrón bastante volátil, se elevó hasta el 3,8% en mayo, desde el 1,8% del mes precedente.

La emisión de valores de renta fija privada ha mostrado una fortaleza notable en los últimos meses, a pesar de la moderada confianza de la industria y de la ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada como consecuencia de la preocupación sobre la calidad crediticia de determinadas sociedades no financieras (véase el recuadro titulado «Desestacionalización de las estadísticas de emi-

**Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 I	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Abr	2005 May
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>9.706</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>
IFM	3.845	7,9	8,5	8,8	9,0	8,9	8,4
Instituciones financieras no monetarias	755	13,7	11,4	9,9	11,6	16,5	19,1
Sociedades no financieras	611	2,2	3,6	3,0	3,2	5,9	5,3
Administraciones Públicas	4.495	5,7	5,9	5,3	5,5	5,2	4,6
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.235	5,1	5,4	4,8	5,1	4,8	4,2
Otras Administraciones Públicas	260	18,5	16,4	14,6	13,7	12,8	11,7
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.242</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
IFM	678	2,3	1,7	2,0	2,6	2,1	2,0
Instituciones financieras no monetarias	422	1,6	1,7	1,5	0,9	0,9	0,8
Sociedades no financieras	3.143	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	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».

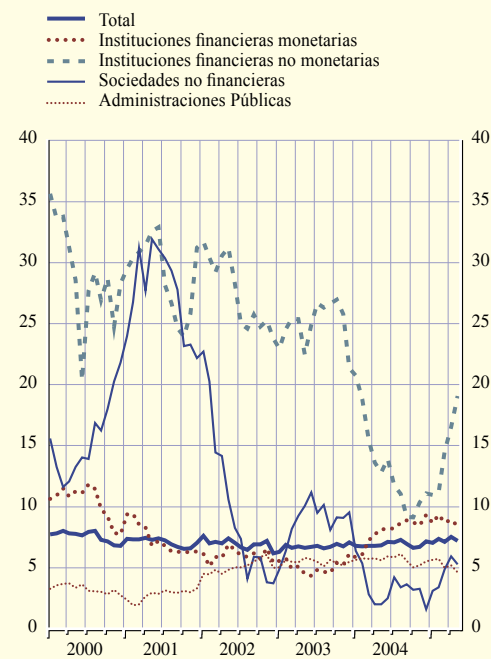
siones de valores»). A este respecto, los ya relativamente elevados niveles de emisión por parte de estas sociedades en mayo parecen haberse sustentado en la persistencia de unos costes de financiación mediante valores distintos de acciones favorables y en una recuperación de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, en mayo, las amortizaciones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras fueron especialmente reseñables, lo que puede apuntar a que se han adoptado medidas de reestructuración de la deuda. Esto se apoya en la evidencia que aporta la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2005 (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2005»), en la que las entidades participantes han señalado que la reestructuración de la deuda contribuyó al aumento neto de la demanda de préstamos a empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se elevó de nuevo en mayo, hasta el 19,1%, desde el 16,5% de abril. Gran parte del crecimiento observado en este sector es atribuible a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, que se incrementó el 40%, aproximadamente, en mayo del 2005. La importancia de la actividad emisora de estas instituciones ha aumentado considerablemente, como indica el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos, que en mayo del 2005 superaba al de las sociedades no financieras en un 27%, más o menos el mismo volumen que hace dos años. A este respecto, las sociedades no financieras y las IFM también recurren a estas instituciones, en parte, para captar indirectamente financiación externa mediante entidades de propósito especial. Aunque actualmente no se dispone de datos agregados y armonizados sobre los instrumentos financieros concretos utilizados por estas entidades, la emisión de valores distintos de valores por parte de las sociedades no financieras se ha visto favorecida por el rápido desarrollo de nuevos procesos financieros, como la titulación y la financiación estructurada, en varios países de la zona del euro en los últimos años.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se redujo hasta el 4,6% en mayo, desde el 5,2% del mes precedente. La emisión por parte de la Administración Central, que prácticamente representa el 95% del saldo vivo total de valores distintos de acciones del sector público, disminuyó hasta el 4,2% en mayo, desde el 4,8% de abril. Los datos desestacionalizados sobre las emisiones netas de la Administración Central público muestran un notable descenso durante este periodo, de 22,7 mm de euros en abril del 2005 a 3,9 mm de euros en mayo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente las Administraciones Locales, cayó hasta el 11,7% en mayo, desde el 12,8% del mes anterior. Si se considera un periodo más prolongado, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas (incluidas las Administraciones Locales y Regionales) ha estado descendiendo progresivamente desde el máximo del 33% registrado en febrero del 2003.

**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.

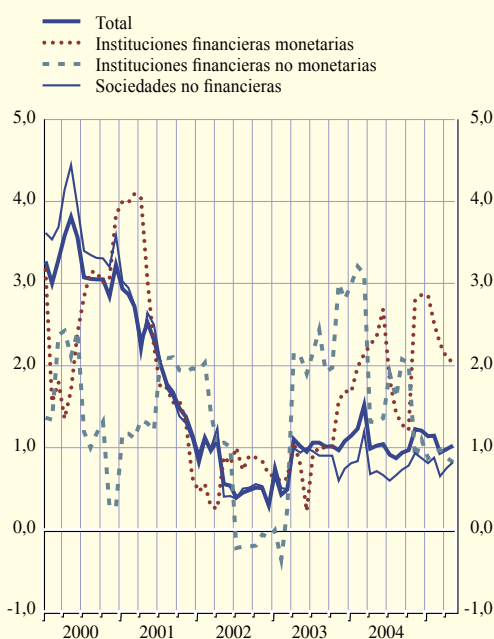
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

## ACCIONES COTIZADAS

En mayo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo moderada, en el 1% (véase gráfico 6). En particular, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representaron casi tres cuartas partes del saldo vivo de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, no se modificó y fue del 0,8% en mayo del 2005. Es probable que la moderada actividad emisora esté relacionada con el elevado coste real de la emisión de acciones, en comparación con el muy favorable coste real de la financiación mediante deuda en el pasado reciente. Además, el relativamente reducido nivel de inversión en la zona del euro también puede haber influido, ya que la emisión de acciones parece guardar relación con las necesidades de financiación externa resultantes de inversiones a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los saldos vivos de acciones cotizadas emitidas por las IFM y las instituciones financieras no monetarias prácticamente no se modificó en relación con el mes anterior.

**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.

## Recuadro 2

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES

En el presente Boletín Mensual se presentan por primera vez estadísticas de emisiones de valores desestacionalizadas, con lo que se proporciona una nueva herramienta para el análisis de las emisiones netas de valores distintos de acciones en la zona del euro. En particular, la disponibilidad de datos desestacionalizados facilita el estudio de la evolución a corto plazo de la actividad emisora y la identificación de cambios de tendencia<sup>1</sup>.

Los nuevos datos desestacionalizados se detallan para todos los sectores, incluyéndose asimismo un detalle por plazos (a corto y a largo plazo) utilizando el método X-12-ARIMA. Los datos desestacionalizados sobre las estadísticas del total de emisiones de valores se obtienen indirectamente mediante la agregación de los detalles por sectores y por plazos desestacionalizados.

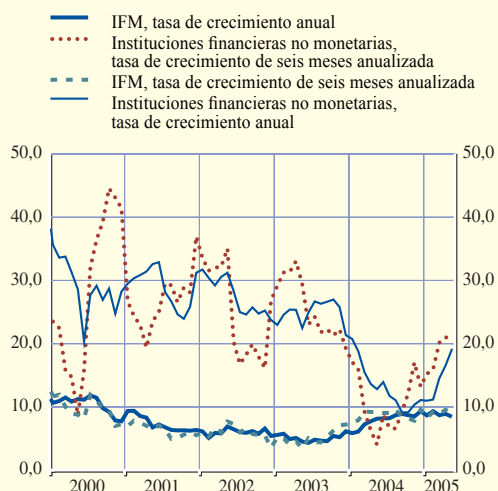
Los datos desestacionalizados sobre saldos vivos, emisiones netas y tasas de crecimiento de las emisiones de valores se basan en la desestacionalización del índice de saldos nominales, que refleja las

<sup>1</sup> En la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/securities/sadj/html/index.en.html>) puede consultarse información y datos más detallados.



**Gráfico A Valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras monetarias y las instituciones financieras no monetarias**

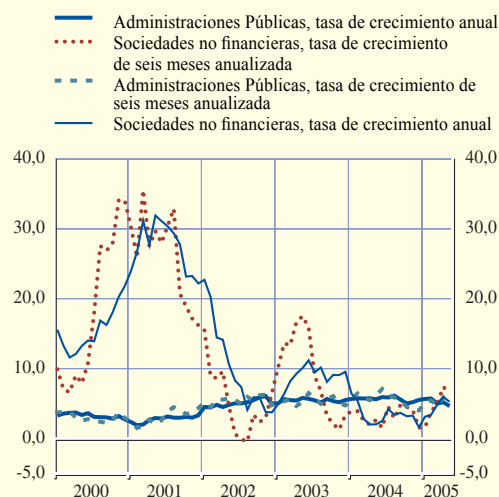
(tasas de crecimiento anual)



Fuente: BCE.

**Gráfico B Valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas**

(tasas de crecimiento anual)



Fuente: BCE.

variaciones de los saldos vivos atribuibles a la emisión neta de valores. Este enfoque es acorde con el procedimiento utilizado habitualmente para desestacionalizar los agregados monetarios.

El patrón estacional varía en función del detalle por sectores y por plazos. En particular, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo muestra mínimos estacionales similares en enero y diciembre. En junio y julio se observan máximos estacionales. La emisión total de valores distintos de acciones en la zona del euro presenta un mínimo estacional en diciembre, y un máximo menos elevado, aunque significativo, en mayo.

Las nuevas estadísticas desestacionalizadas permiten perfeccionar el análisis de la dinámica a corto plazo de la emisión neta de valores. Las tasas de crecimiento anualizadas desestacionalizadas, como la tasa de tres meses y la de seis meses, tienden a señalar variaciones en el ciclo emisor de manera más puntual que las tasas de crecimiento anual. No obstante, la disponibilidad de esta información más puntual puede ir a expensas de un comportamiento más errático, sobre todo en épocas de fluctuaciones de la tasa de crecimiento anual (véase, por ejemplo, el crecimiento de los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias entre el 2000 y finales del 2003 en el gráfico A). No obstante, en períodos previos a momentos de cambios de tendencia, el análisis de la dinámica a corto plazo refleja las variaciones en el crecimiento de la emisión de valores antes que las tasas de crecimiento anual. La utilización de tasas de crecimiento de seis meses parece ser un compromiso aceptable entre el aumento de la volatilidad de estas tasas de crecimiento y la mayor puntualidad de las señales. Esto queda ilustrado en la evolución de las tasas de crecimiento de seis meses de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras (véase gráfico B). Las variaciones en la tendencia de la actividad emisora de este tipo de valores que se produjeron en el segundo semestre del 2000, a mediados del 2001, y a comienzos y a finales del 2003, se observan bastante antes en las tasas de crecimiento de seis meses que en las anuales. En cambio, en el 2004, año en que las emisiones de valores se mantuvieron prácticamente estables, las tasas de crecimiento de seis meses y de un año mostraban patrones similares (véase gráfico B).

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

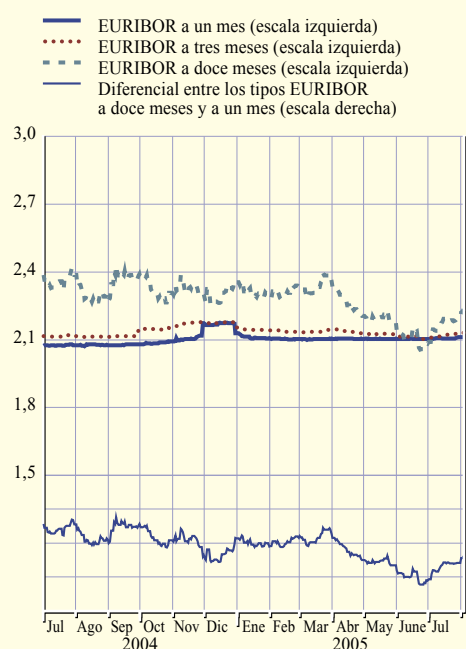
En julio del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos se mantuvieron estables, al tiempo que los tipos a más largo plazo se incrementaron notablemente. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos pasó a ser de nuevo positiva durante el mes, tras haber permanecido ligeramente negativa desde finales de junio. De igual modo, los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento entre septiembre del 2005 y junio del 2006 aumentaron sustancialmente.

En julio del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron prácticamente estables. En cambio, el EURIBOR a doce meses aumentó considerablemente durante las dos primeras semanas del mes, y posteriormente se estabilizó en torno al 2,2%. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos pasó a ser positiva desde principios de julio, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 12 puntos básicos el 3 de agosto, en comparación con un diferencial de cero puntos básicos el 30 de junio.

De igual modo, entre finales de junio y el 3 de agosto, los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2005, y marzo y junio del 2006, respectivamente, se incrementaron entre 7 y 33 puntos básicos, y el 3 de agosto, estos tipos se situaban en el 2,13%, el 2,20%, el 2,26% y el 2,36%, respectivamente.

**Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo**

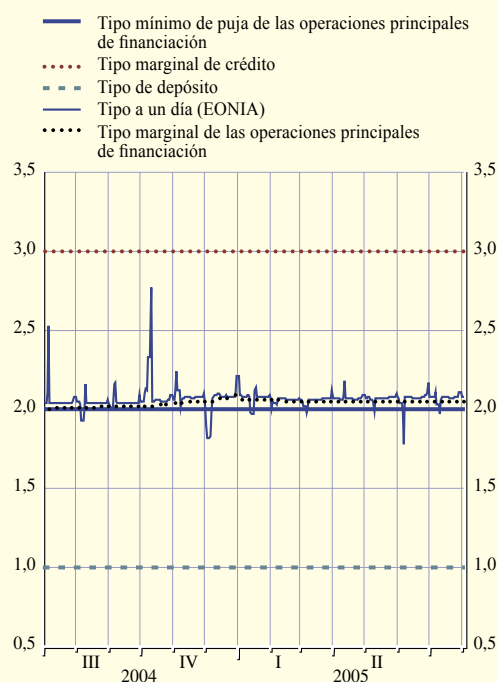
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron bastante estables en julio del 2005. Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron en el 2,05% en todas las operaciones del mes, a excepción del 26 de julio, día en que el tipo medio ponderado se elevó hasta el 2,06%, debido al efecto de fin de mes. El índice medio del tipo del euro un día (EONIA) se mantuvo estable, en general, en niveles en torno al 2,07%-2,08% durante la mayor parte del mes, con dos excepciones, una el último día del período de mantenimiento y otra a finales de mes. El 12 de julio, último día del período de mantenimiento de reservas, el EONIA cayó hasta el 2,06%. Una operación de ajuste de absorción de liquidez no absorbió totalmente el exceso de liquidez acumulado, ya que las entidades de crédito sólo ofrecieron 9,6 mm de euros en la operación de ajuste de captación de depósitos a plazo fijo, en comparación con el desequilibrio anunciado de liquidez de 10 mm de euros. El último día hábil del mes, el EONIA se elevó hasta el 2,11%, como consecuencia del habitual efecto de fin de mes (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 28 de julio de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 2,07% y el 2,08%, respectivamente, esto es, 1 punto básico por encima de los tipos correspondientes de la subasta anterior en ambos casos (30 de junio de 2005). En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de las subastas se situaban 5 puntos básicos por debajo.

### Recuadro 3

#### LA TRANSMISIÓN DE LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE INTERÉS A UN DÍA A LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO

Para un banco central, la transmisión de la volatilidad del tipo de interés a un día a los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario es un tema de gran importancia. Cualquier impacto significativo de la volatilidad habitual de este tipo de interés sobre los tipos de interés a más largo plazo sería motivo de preocupación para la aplicación y el señalamiento correctos de la orientación de la política monetaria. En particular, pondría en tela de juicio la «neutralidad» de la política de liquidez. Una política de liquidez es «neutral» cuando la orientación de la política monetaria está determinada por las decisiones sobre los tipos de interés oficiales que adopta el órgano competente y no se ve afectada por su gestión de la situación de liquidez. En lo que respecta a este último aspecto, sus decisiones se centran exclusivamente en suavizar las perturbaciones a corto plazo sobre la situación de liquidez que afrontan las IFM.

En la literatura económica empírica, varios estudios se han ocupado de este tema en lo que respecta al mercado monetario de la zona del euro. La mayor parte de estos estudios se han basado en modelos de volatilidad condicional<sup>1</sup>, y, en general, no han encontrado evidencia significativa de la transmisión de la volatilidad a la curva de rendimientos. En la mayoría de estos estudios se han utilizado medidas de la volatilidad de los tipos de interés obtenidas a partir de modelos específicos, y las estimaciones se han realizado a partir de datos disponibles con una periodicidad relativamente baja (diaria o inferior en prácticamente todos los casos). Estudios recientes en los que se analizan datos disponibles con una frecuencia elevada han utilizado modelos similares. Además, en estudios anteriores se utilizaron, en general, datos correspondientes al período previo a la introducción de modificaciones en el marco operativo del Eurosistema en marzo del 2004.

1 Los modelos utilizados eran modelos de heterocedasticidad condicional autorregresiva (ARCH, en sus siglas en inglés) o variantes de estos modelos. En esta clase de modelos, la varianza condicional se modeliza como una función de sus valores previos. Para más información, véanse los importantes artículos de R.F. Engle, «Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation» en *Econometrica*, Vol. 50, 1982, pp. 987-1008, y T. Bollerslev, «Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity» en *Journal of Econometrics*, Vol. 31, 1986, pp. 307-327.

Con el fin de proporcionar una nueva perspectiva, en este recuadro se realiza una valoración de la transmisión de la volatilidad en el mercado monetario de la zona del euro basada en una medida de la volatilidad observada, según la definición de Andersen y Bollerslev<sup>2</sup>. Esta medida no se sustenta en un modelo concreto, sino que reproduce la volatilidad de los rendimientos a partir de información sobre las variaciones intradía de los tipos de interés<sup>3</sup>. Se han calculado las volatilidades observadas para el tipo de interés a un día, a un mes, a tres meses y a un año en el período comprendido entre el 24 de diciembre de 2003 y el 7 de junio de 2005, utilizando datos sobre el rendimiento respectivo para cada intervalo de cinco minutos entre las 9.00 h. y las 18.00 h. En este contexto, la utilización de una medida de la volatilidad no vinculada a un modelo conlleva una doble ventaja: en primer lugar, el enfoque es más sólido en lo que respecta al posible impacto de los cambios en el marco operativo, que puede influir en la evolución de los tipos de interés, y, en segundo lugar, esta medida admite la presencia de cambios estructurales relacionados con factores institucionales específicos. Con estas medidas se especificó y se estimó un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con cinco retardos. Estos modelos constituyen una manera sencilla de analizar las relaciones dinámicas entre las volatilidades de los tipos de interés a distintos plazos.

Con el fin de tener en cuenta el hecho de que, generalmente, en los días que transcurren entre la última operación principal regular y el final del período de mantenimiento suele observarse una mayor volatilidad del tipo de interés a un día, también se introdujo una variable ficticia en el modelo. Esta variable capta los efectos sobre las estimaciones del modelo VAR que se obtienen como consecuencia de un aumento sistemático de la volatilidad en los últimos días de cada período de mantenimiento, y, con ello, facilita una estimación exacta de los parámetros del modelo.

### Valoración de la transmisión de la volatilidad

Utilizando este enfoque, la transmisión de la volatilidad a la curva de rendimientos se ha valorado a partir de funciones de respuesta a impulsos. Estas funciones ilustran los efectos dinámicos de una variación imprevista, o de una perturbación, en una variable en un momento determinado sobre esa y sobre las demás variables del modelo en períodos posteriores. Más concretamente, partiendo del modelo VAR de cuatro dimensiones especificado para las series de los cuatro tipos de interés, el gráfico muestra la respuesta de la volatilidad de los tipos de interés a plazos que van desde un día a un año ante perturbaciones que afectan a la volatilidad del tipo de interés a un día, el más sensible a la situación de liquidez. Para cada plazo, las funciones de respuesta a impulsos se calculan para un período de 25 días, aproximadamente un mes hábil, y se muestran conjuntamente con un intervalo de confianza del 95%.

Las cuatro funciones de respuesta a impulsos que figuran en el gráfico muestran que la respuesta ante perturbaciones que influyen en la volatilidad del tipo de interés a un día sólo es significativa, en términos estadísticos, en lo que respecta al tipo a un día, e incluso en ese caso, dura muy pocos días. El impacto en la volatilidad de los tipos de interés a más largo plazo es extremadamente reducido (obsérvense las distintas escalas utilizadas en los paneles del gráfico) y estadísticamente insignificante en todos los casos, como indican los intervalos de confianza iguales a cero. Además, todos los efectos desaparecen al cabo de muy pocos días, lo que demuestra que no son persistentes.

2 Para más información, véase T.G. Andersen y T. Bollerslev, «Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets» en *Journal of Empirical Finance*, Vol. 4, 1997, pp. 115-158.

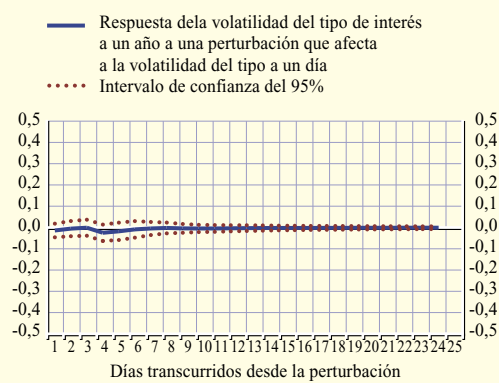
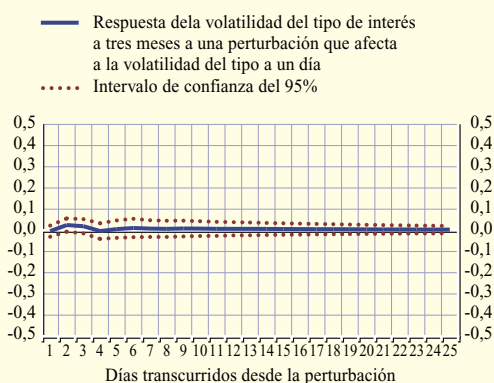
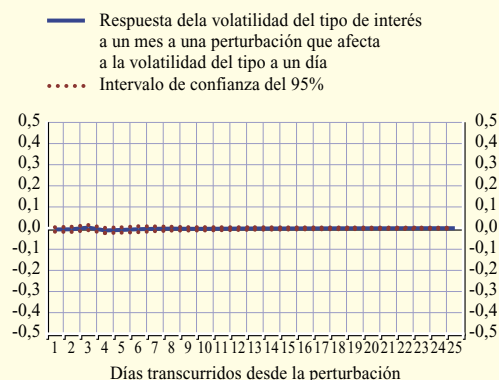
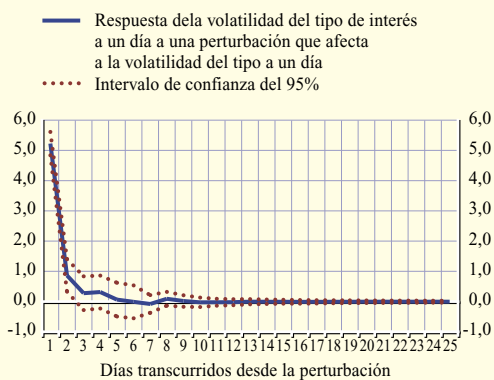
3 Puede demostrarse que esta medida proporciona una estimación precisa y homogénea de la volatilidad de los tipos de interés. A este respecto, véase T.G. Andersen y T. Bollerslev, «Answering the skeptics: yes, standard volatility models do provide accurate forecasts», en *International Economic Review*, Vol. 39, 1998, pp. 885-905.

En este contexto, y partiendo de la medida de la volatilidad observada, puede afirmarse que los episodios de mayor volatilidad del tipo de interés a un día, sobre todo al final del período de mantenimiento de reservas, no han causado un impacto significativo en los tipos de interés a más largo plazo. Por lo tanto, no se dispone de evidencia de la transmisión de la volatilidad a la curva de rendimientos del mercado monetario de la zona del euro en los últimos meses. Este resultado, junto con la evidencia que muestra que se produjo un descenso considerable de la volatilidad (observada) del tipo de interés a un día tras la introducción de algunos cambios en el marco operativo del Eurosistema en marzo del 2004, confirma que funciona correctamente desde la perspectiva de la política monetaria y que la introducción de estos cambios no ha afectado a su funcionamiento<sup>4</sup>.

Aunque estos resultados se basan en un modelo estadístico relativamente simple, confirman, en gran medida, las conclusiones alcanzadas en la literatura existente. En general, el ejercicio indica que no hay evidencia de que la volatilidad del tipo de interés a un día se transmita a los tipos a más largo plazo del mercado monetario de la zona del euro. En general, el ejercicio corrobora que el marco operativo del Eurosistema funciona correctamente en lo que respecta a facilitar y señalar la orientación de la política monetaria, uno de sus cometidos más importantes.

#### Funciones de respuesta a impulsos de los tipos de interés a un día, a un mes, a tres meses y a un año con respecto al tipo de interés a un día durante 25 días

(puntos básicos)



4 Para conocer un análisis exhaustivo de los cambios introducidos en el marco operativo del Eurosistema, véase el artículo titulado «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», publicado en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005. En cuanto a los resultados de la volatilidad del tipo de interés a un día, véase el recuadro 2, titulado, «La volatilidad del tipo de interés a un día desde una perspectiva a medio plazo», en el Boletín Mensual de marzo del 2005.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo mejoró en los principales mercados. En la zona del euro y en Estados Unidos, este avance fue consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los rendimientos reales, sobre todo en Estados Unidos, como consecuencia de la percepción de mejores perspectivas de crecimiento por parte de los participantes en el mercado. En general, las tasas de inflación implícita a largo plazo no registraron variaciones importantes en ambas áreas económicas.

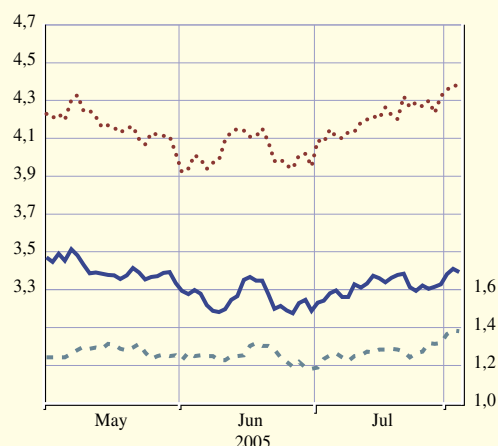
Los tipos de interés a largo plazo registraron un alza en todos los plazos en los principales mercados de renta fija. El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se incrementó unos 20 puntos básicos entre finales de junio y el 3 de agosto de 2005, fecha en que se situó en el 3,4% (véase gráfico 9), al tiempo que, en Estados Unidos, el citado rendimiento registró un incremento mayor y se situó en el 4,4% el 3 de agosto, esto es, aproximadamente 40 puntos básicos más que a finales de junio. 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 hasta unos 100 puntos básicos el 3 de agosto. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años finalizó el período analizado en el 1,4%, aproximadamente 20 puntos básicos por encima de los niveles de finales de junio.

La incertidumbre en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, según indica la volatilidad de estos mercados, prácticamente no se modificó en Estados Unidos y Japón, pero disminuyó considerablemente en la zona del euro. Esta evolución a la baja de la volatilidad implícita del mer-

**Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)

— Zona del euro (escala izquierda)  
 ..... Estados Unidos (escala izquierda)  
 - - - Japón (escala derecha)



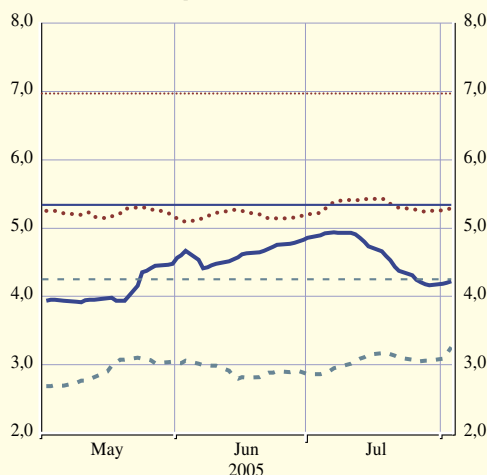
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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)

— Alemania  
 ..... Estados Unidos  
 - - - Japón  
 — Media de Alemania desde 1999  
 ..... Media de Estados Unidos desde 1999  
 - - - Media de Japón desde 1999



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.

cado de renta fija de la zona del euro es consecuencia del cambio de signo del incremento de los meses precedentes, que posiblemente guardaba relación con un aumento de la incertidumbre tras los referendos sobre la Constitución Europea y con las expectativas de los mercados de una posible modificación de la orientación de la política monetaria del BCE (véase gráfico 10).

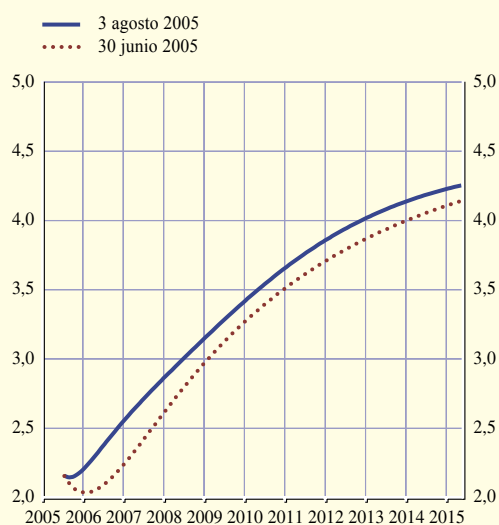
El notable aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos observado en julio se debió, fundamentalmente, al mayor rendimiento real de los bonos, con un alza de aproximadamente 30 puntos básicos entre finales de junio y el 3 de agosto de 2005. Los mejores rendimientos nominales y reales de los bonos parecieron obedecer a la mayor confianza entre los inversores acerca de las perspectivas a corto y medio plazo relativas a la actividad económica en Estados Unidos, sobre todo tras la última declaración del presidente de la Reserva Federal, el Sr. Greenspan, acerca de la situación de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, la publicación de algunos datos positivos pareció contrarrestar la preocupación de los mercados acerca del impacto de los elevados precios del petróleo. Por otra parte, la decisión de las autoridades chinas de introducir mayor flexibilidad en el tipo de cambio puede haber provocado ciertas expectativas de una reducción de la demanda de bonos del Tesoro estadounidense. Las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la inflación en Estados Unidos, medidas por las tasas de inflación implícita, prácticamente no se modificaron en ningún horizonte temporal.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años mejoró, ya que la reciente publicación de datos positivos sobre la actividad económica parece haber contrarrestado la preocupación de los inversores sobre la persistencia de los elevados precios del petróleo y sus efectos en el crecimiento económico. La decisión de las autoridades chinas de permitir mayor flexibilidad en el régimen cambiario también parece haber contribuido a esta evolución.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó en julio, lo que supuso un cambio de signo con respecto al descenso del mes precedente, en el que se registraron los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. En el recuadro 4 se describen los tipos de interés nominales a largo y a corto plazo en los países más grandes de la zona del euro desde una perspectiva histórica. La percepción de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas relativas a la actividad económica en la zona del euro parece haber mejorado, y algunos indicadores basados en encuestas de opinión han aportado señales más positivas en las últimas semanas. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación mejoró ligeramente en julio, aunque tendió a disminuir levemente hacia el final del período analizado. En cuanto a las expectativas de inflación en la zona del euro, la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida a partir del diferencial entre el rendimiento de los bonos públicos franceses nominales e indicados con la inflación con vencimiento en el 2015, se incrementó moderadamente a principios de julio, y luego fluctuó en torno al 2% durante la mayor parte del resto del período de referencia.

**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*.

A principios de agosto, los tipos de interés *forward* a un día se situaron en niveles por encima de los observados hace un mes en todo los plazos, debido, posiblemente, a las mejores perspectivas de crecimiento de los participantes en el mercado (véase gráfico 11).

Recuadro 4

**UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A LARGO Y A CORTO PLAZO EN LOS PAÍSES MÁS GRANDES DE LA ZONA DEL EURO**

Recientemente se ha hecho hincapié en que el nivel de los tipos de interés nominales vigentes en la zona del euro, en todo el espectro de plazos de vencimiento, es muy bajo desde una perspectiva histórica. En este recuadro se analiza la evolución de los tipos de interés nominales a largo y a corto plazo en los países más grandes de la zona del euro desde el comienzo del siglo xx.

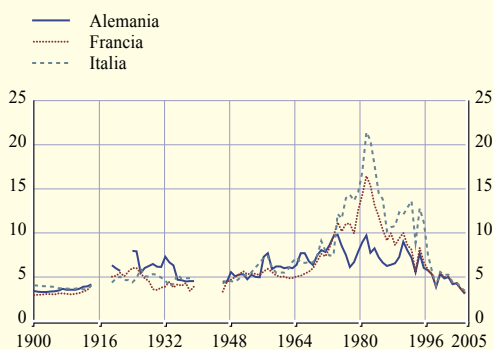
Es necesario tener presentes, desde el principio, algunas advertencias al comparar estas series temporales de tipos de interés. En primer lugar, los mercados monetarios, y más concretamente los mercados de renta fija, se han desarrollado de forma gradual y, como consecuencia, la liquidez de estos últimos ha variado con el tiempo. En segundo lugar, hay varios períodos para los que no se dispone de datos, o los datos disponibles no son suficientemente representativos, lo que provoca rupturas en las series temporales. Es lo que ocurre, en particular, durante las dos guerras mundiales y los períodos de posguerra inmediatos. Por consiguiente, dichos períodos se excluyen de la muestra. Además, en algunos casos, se han observado períodos de inflación excepcionalmente alta. Destaca en este sentido el caso de Alemania, que se sumió en un período de hiperinflación a principios de los años veinte, lo que significa que los tipos de interés registrados no son comparables con el resto de la muestra. Se observan también rupturas en las series cuando acontecimientos concretos ocurridos en algunos países han afectado a la producción de las estadísticas. En tercer lugar, para construir series temporales tan largas ha sido necesario utilizar series diferentes correspondientes a instrumentos también diferentes (véase la nota de los cuadros A y B).

Otro aspecto importante que debe tenerse en cuenta es que en el análisis sólo se consideran los niveles de los tipos de interés nominales. Si bien los tipos de interés reales aportarían una información adicional importante, las limitaciones en materia de datos sobre índices de precios de consumo y expectativas de inflación en los distintos países reducirían la comparación a una muestra considerablemente menor<sup>1</sup>.

En el gráfico A se muestran los tipos de interés nominales a largo plazo de Alemania, Francia e Italia a partir del año 1900. Para el período comprendido entre el inicio de la muestra y el comienzo de la primera Guerra Mundial, se utiliza la deuda perpetua del Estado. A partir de entonces, los rendimientos a largo plazo se calculan a partir de bonos con vencimiento finito, a ser posible, a diez años.

**Gráfico A Tipos de interés a largo plazo**

(en porcentaje; datos anuales)



Fuente: Global Financial Data.  
Nota: Los datos correspondientes al 2005 abarcan del período transcurrido hasta el mes de julio.

1 En el recuadro 3 del Boletín Mensual de septiembre del 2003 se presenta un análisis similar que también incluye los tipos de interés reales correspondientes al período 1950-2003.



### Cuadro A Tipos de interés a largo plazo

(datos mensuales)

	Nivel actual <sup>1)</sup>	Promedio				Mínimo			
		1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004	1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004
Alemania	3,24	3,55	5,93	6,98	4,58	3,23	4,50	3,63	3,55
Francia	3,29	3,14	4,65	7,96	4,68	2,93	3,34	3,73	3,68
Italia	3,45	3,81	4,83	9,69	4,84	3,53	3,87	3,89	3,83

Fuente: Global Financial Data

Nota: 1) Media de los datos diarios desde el 1 de julio hasta el 3 de agosto de 2005.

Para Alemania se utilizan: desde 1900 hasta 1914, el Préstamo Imperial al 3%; desde 1924 hasta 1927, los bonos hipotecarios al 5%, y desde 1928 hasta 1935, los bonos hipotecarios al 6%; desde 1950 hasta 1955 se utilizan bonos al 5% libres de impuesto y, desde mayo de 1956 hasta 1967, la serie de deuda pública al 6%, cuando se utiliza la deuda pública a diez años. Para Francia se utilizan: desde 1900 hasta 1950 los bonos de consolidación al 3%, desde 1951 hasta 1971, los bonos de consolidación al 5% y, a partir de 1972, un índice de rendimientos de la deuda pública y semipública correspondiente a emisiones con garantía del Estado. A partir de 1987, se utiliza el rendimiento de la deuda pública a diez años. En el caso de Italia, se utilizan: entre 1900 y 1953, el bono de consolidación y, para 1954, el préstamo de reconstrucción al 5%. A partir de 1955 se emplea un índice de bonos del Tesoro con un vencimiento medio de seis años. Desde 1991, se utiliza la deuda pública a diez años.

### Cuadro B Tipos de interés a corto plazo

(datos mensuales)

	Nivel actual <sup>1)</sup>	Promedio				Mínimo			
		1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004	1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004
Alemania	3,24	3,55	5,93	6,98	4,58	3,23	4,50	3,63	3,55
Francia	3,29	3,14	4,65	7,96	4,68	2,93	3,34	3,73	3,68
Italia	3,45	3,81	4,83	9,69	4,84	3,53	3,87	3,89	3,83

Fuentes: base de datos históricos macro NBER, Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, BPI y Homer S., Sylla, R. (1996): A History of Interest Rates, tercera edición, Rutgers University Press, Nueva Jersey.

1) Media de los datos diarios del EURIBOR a tres meses desde el 1 de julio hasta el 3 de agosto de 2005.

Nota: Para Alemania: tasa de descuento privada (aceptaciones bancarias de mejor calidad) (1900-39) salvo los periodos comprendidos entre 1923 y 1924 y 1945 y 1948 para los que no se dispone de datos; tipo de interés a tres meses del mercado monetario (1949-1998). Para Francia: tasa de descuento de las operaciones de mercado abierto (1900-1939), salvo el período 1919-1924 para el que se utiliza la tasa de descuento oficial de la Banque de France; tipo de interés diario del mercado monetario (1946-1969); tipo de interés a tres meses del mercado monetario (1970-1998). Para Italia: tasa de descuento oficial (1900-1970) ajustada, hasta 1968, de las reducciones de la tasa; tipo de interés a tres meses el mercado monetario (1971-1998). A partir de 1999, se utiliza para los tres países el EURIBOR a tres meses.

En el cuadro A se observa que los tipos de interés nominales a largo plazo vigentes actualmente en los tres países más grandes de la zona del euro se sitúan, de hecho, en niveles próximos y, en un caso, en niveles inferiores al mínimo histórico. En Francia y Alemania, los valores más bajos se registraron, respectivamente, en febrero de 1901 y julio de 1902, es decir, en la época del patrón oro. En el caso de Italia, el nivel actual es el más bajo de la muestra. Si se excluye de la muestra el período correspondiente al patrón oro (es decir, desde 1900 hasta 1914), los niveles actuales de rendimiento de la deuda pública a diez años se sitúan en mínimos históricos en los tres países. En el período comprendido entre 1950 y 1998, los tipos de interés a largo plazo alcanzaron el nivel medio más alto. Sin embargo, a finales de la década de los noventa, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se redujo considerablemente.

En el gráfico B se presentan los tipos de interés nominales a corto plazo para el mismo grupo de países a partir del año 1900. Para cada período ha sido necesario utilizar diversos tipos de interés a corto plazo privados u oficiales, ya que las series temporales disponibles varían con el tiempo y, a lo largo de la historia, han sido varios los tipos que se han considerado representativos del mercado monetario<sup>2</sup>. En general, los tipos de interés nominales a corto plazo en los tres países observados se

2 Véase una descripción detallada de los datos y las fuentes en el cuadro B.

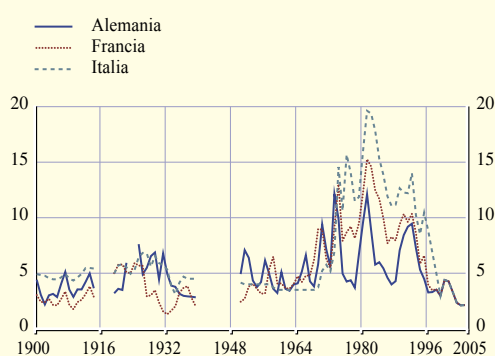
mantuvieron en niveles relativamente bajos y estables hasta la segunda mitad de la década de los sesenta, si bien se observa una cierta volatilidad en Alemania tras el período de hiperinflación. Entre finales de la década de los sesenta y la de los ochenta, los tipos de interés nominales a corto plazo aumentaron significativamente en períodos en los que la inflación fue, a veces, elevada y, en algunos casos, persistente. En el momento de iniciarse la tercera fase de la UEM, los tipos de interés a corto plazo habían vuelto a bajar en los tres países hasta los niveles observados antes de la década de los setenta.

Como se indica en el cuadro B, el nivel actual de los tipos de interés nominales a corto plazo se sitúa en mínimos históricos en Alemania e Italia, mientras que en Francia se sitúa ligeramente por encima del mínimo histórico registrado en 1932<sup>3</sup>.

3 Aunque el análisis de los tipos de interés a corto plazo se basa en datos anuales, los datos mensuales disponibles a partir de 1960 permitirían extraer las mismas conclusiones para el período correspondiente en los tres países.

Gráfico B Tipos de interés a corto plazo

(en porcentaje; datos anuales)



Fuente: Véase cuadro B.

Nota: Los datos correspondientes al 2005 abarcan del período transcurrido hasta el mes de julio.

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

*En mayo del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos depósitos prácticamente no registró modificaciones. Durante ese mismo período, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos y créditos no varió, o descendió ligeramente, al tiempo que los tipos correspondientes a largo plazo cayeron en consonancia con los tipos de mercado similares.*

En mayo del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos depósitos de las sociedades no financieras (a un día y a plazo hasta un año) y a los depósitos de los hogares disponibles con preaviso hasta tres meses prácticamente no registraron variaciones con respecto al mes anterior (véase cuadro 4). En cambio, los tipos de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares descendieron ligeramente. Los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos de los hogares (a plazo a más de dos años y disponibles con preaviso hasta tres meses) apenas se modificaron en mayo, al tiempo que el rendimiento de la deuda pública a cinco años se redujo 15 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a más largo plazo de los depósitos de las sociedades no financieras (a plazo a más de dos años) se incrementaron 14 puntos básicos entre abril y mayo del 2005, como consecuencia, principalmente, de los considerables aumentos de este tipo de interés en tres países de la zona del euro.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos se han mantenido relativamente estables durante los últimos doce meses, una trayectoria acorde con la evolución de los tipos del mercado monetario similares (véase gráfico 12). En cambio, si bien el rendimiento de la deuda pública a cinco años descendió unos 75 puntos básicos en el citado período, los tipos de interés a largo plazo de los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras sólo se redujeron de 15 a 25 puntos básicos, aproximadamente, como consecuencia, en parte, de la lentitud con la que generalmente se

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados<sup>12)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta may 2005		
	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Abr	2005 May	2004 May	2005 Feb	2005 Abr
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,88	1,90	1,95	1,92	1,99	1,93	7	-1	-6
A plazo a más de dos años	2,45	2,48	2,31	2,38	2,29	2,27	-16	-8	-2
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,97	2,00	2,01	1,97	1,95	1,98	4	0	3
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,54	2,52	2,52	2,47	2,45	2,43	-13	-6	-2
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	0,88	0,89	0,91	0,94	0,94	0,95	8	3	0
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	2,01	5	-3	1
A plazo a más de dos años	3,56	3,52	3,46	3,34	3,22	3,35	-24	-23	14
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,51	6,89	6,74	6,62	6,54	6,71	16	49	18
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,45	3,50	3,44	3,42	3,40	3,40	-3	-3	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,82	4,82	4,50	4,35	4,36	4,29	-49	-9	-7
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,39	5,38	5,27	5,26	5,24	5,17	-24	-14	-8
Préstamos a las sociedades no financieras									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,97	3,99	3,98	3,91	3,91	3,92	-7	-2	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,72	4,70	4,44	4,33	4,36	4,23	-42	-13	-13
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,01	3,00	3,04	3,01	2,99	2,99	-2	-4	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,17	4,31	4,06	4,04	3,90	3,76	-57	-2	-14
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,12	2,17	2,14	2,14	2,13	4	-1	-1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,74	2,60	2,36	2,49	2,34	2,22	-33	-23	-12
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,60	3,35	2,93	3,08	2,89	2,74	-76	-23	-15

Fuente: BCE.

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

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

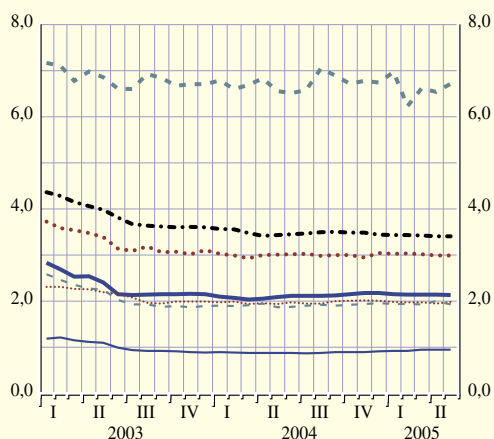
ajustan los tipos aplicados por las IFM a los depósitos a los tipos de mercado similares (véase gráfico 13).

En cuanto a los tipos de interés de los préstamos y créditos, entre abril y mayo del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares y a las sociedades no financieras prácticamente no registró variaciones o descendió levemente. No obstante, la excepción más reseñable la constituyó el tipo de interés a corto plazo aplicado al crédito al consumo, que registró una subida considerable durante el citado período. Este aumento estuvo relacionado, en gran medida,

**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 operaciones<sup>1)</sup>)

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



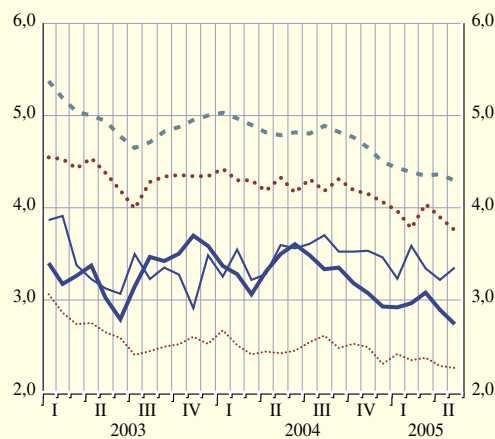
Fuente: BCE.

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

**Gráfico 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 operaciones<sup>1)</sup>)

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



Fuente: BCE.

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

con la evolución en un país de la zona del euro. En general, las variaciones a corto plazo de los tipos de interés a corto plazo del crédito al consumo deben interpretarse con cierta cautela, ya que los niveles de estos tipos varían considerablemente en los distintos países de la zona del euro, lo que puede hacer que el tipo de interés del conjunto de la zona del euro fluctúe de manera bastante volátil.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y créditos, entre abril y mayo del 2005, los tipos de los préstamos a las sociedades no financieras (a más de cinco años) y a los hogares para adquisición de vivienda (a más de cinco años y hasta diez años) cayeron unos 15 y 5 puntos básicos, respectivamente. En general, esta trayectoria es acorde con la evolución del rendimiento de la deuda pública a cinco años, que se redujo 15 puntos básicos en ese período.

Desde una perspectiva a más largo plazo, las caídas observadas recientemente en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y créditos eran la continuación de la tendencia a la baja que se inició en junio del 2004, cuando el rendimiento de la deuda pública alcanzó un máximo. Más

recientemente, durante los últimos doce meses, el rendimiento de la deuda pública a cinco años ha descendido unos 75 puntos básicos, mientras que los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras han disminuido entre 40 y 55 puntos básicos, aproximadamente (véase cuadro 4). Este descenso de los tipos de interés a largo plazo de las IFM, más lento que el de los tipos de interés de mercado, refleja, en general, un desfase en la transmisión, si bien en menor medida que lo que suele ser el caso de los depósitos.

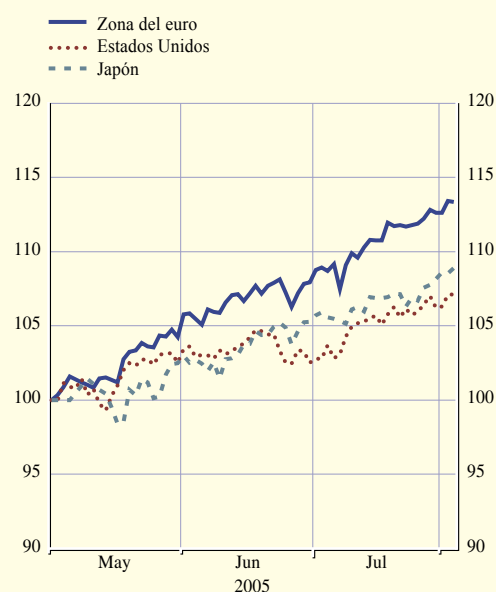
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En julio, las cotizaciones bursátiles continuaron mejorando en los mercados internacionales, en un entorno de aumento de los beneficios empresariales y de mejores perspectivas de crecimiento económico en las principales economías. Al igual que en meses anteriores, estos factores parecen haber contrarrestado la preocupación de los inversores acerca del impacto de los elevados precios del petróleo sobre la actividad económica mundial.*

En julio, las cotizaciones bursátiles en las principales economías continuaron con la tendencia al alza que comenzó a finales de abril (véase gráfico 14). Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron aproximadamente el 5% entre finales de junio

**Gráfico 14 Índices bursátiles**

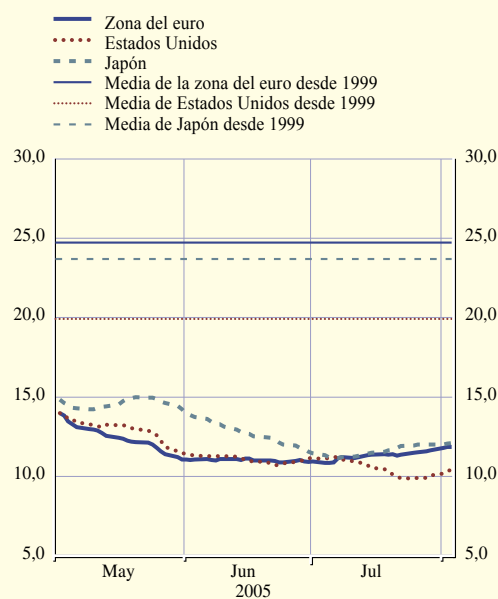
(índice: 1 mayo 2005 = 100; datos diarios)



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.

y el 3 de agosto, al tiempo que los mercados bursátiles de Estados Unidos y Japón, medidos por los índices Standard & Poor's 500 y Nikkei 225, avanzaron el 4,5% y el 3,5%, respectivamente.

Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados internacionales acerca de la evolución de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se mantuvo en niveles relativamente bajos en términos históricos (véase gráfico 15), y entre finales de junio y el 3 de agosto de 2005, sólo registró pequeñas variaciones en la zona del euro y en Japón, y un leve descenso en Estados Unidos.

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles siguieron apoyándose en el relativamente intenso crecimiento de los beneficios declarados en julio, lo que, desde el punto de vista de los inversores, compensó con creces los efectos de la mejora del rendimiento real de la deuda pública a largo plazo y la persistencia de los elevados precios del petróleo.

En julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro continuaron con la trayectoria, relativamente vigorosa, de los últimos meses, y demostraron ser bastante resistentes al crecimiento económico relativamente moderado de la zona, aunque el alza observada recientemente en el rendimiento real de la deuda pública el citado mes de julio puede apuntar a mejores perspectivas de crecimiento entre los participantes en el mercado. El relativamente intenso crecimiento de los beneficios reales y esperados de las empresas de la zona del euro siguió sustentando las cotizaciones bursátiles. La mejora observada en los índices generales es atribuible, en particular, a una mejora de las expectativas de beneficios de las empresas exportadoras, como consecuencia de que el tipo de cambio del euro está en un nivel algo inferior al de hace unos meses, y de las persistentes subidas de las cotizaciones de las empresas del sector energético.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 2,2% en julio, desde el 2,1% de junio, como consecuencia, en gran medida, del aumento de los precios del petróleo registrado desde mediados de mayo. Las presiones sobre los precios industriales se acentuaron en junio, como resultado del mayor incremento de los precios observado en el sector de la energía. La evolución de los indicadores de costes laborales en el primer trimestre del 2005 sugiere que se mantuvo la moderación salarial, si bien la tendencia a la baja que han venido mostrando los salarios en los últimos años parece haberse estabilizado. 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 JULIO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ascendió al 2,2% en julio del 2005, desde el 2,1% de junio (véase cuadro 5). La información provisional sugiere que la elevación del índice general refleja el aumento de los precios energéticos, debido a la subida de los precios del petróleo en dólares y a la depreciación del euro.

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

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,1% en junio del 2005, desde el 2% de mayo. El incremento de la tasa de variación interanual del IAPC general refleja fuerzas opuestas (véase gráfico 16). La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, descendió al 1,4%, desde el 1,6% del mes anterior. Sin embargo, las mayores subidas de los precios del petróleo compensaron ampliamente esta disminución.

La tasa de variación interanual de los precios energéticos ascendió al 9,4% en junio, frente al 6,9% de mayo. Esta evolución es resultado, principalmente, del aumento de los precios del petróleo observado a partir de mediados de mayo, pero también de un efecto de base asociado al descenso de los precios del crudo registrado un año antes. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 0,6% en junio, desde el 1% de mayo.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

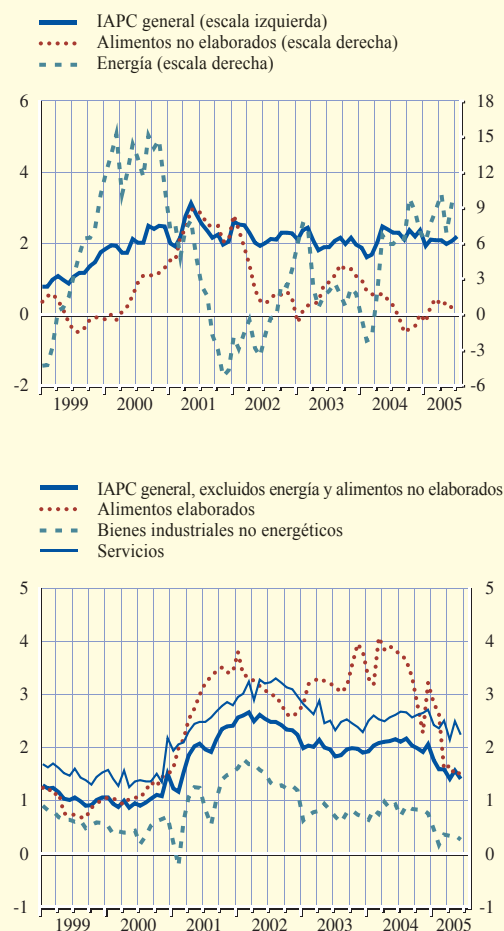
	2003	2004	2005 Feb	2005 Mar	2005 Abr	2005 May	2005 Jun	2005 Jul
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2
Energía	3,0	4,5	7,7	8,8	10,2	6,9	9,4	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	0,6	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	2,6	1,6	1,7	1,5	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	2,5	2,2	2,5	2,2	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	1,4	2,3	4,2	4,2	4,3	3,5	4,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	35,2	40,4	41,4	39,4	45,7	48,3
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	3,1	-0,4	-1,9	1,2	7,6	9,6

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

**Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes**

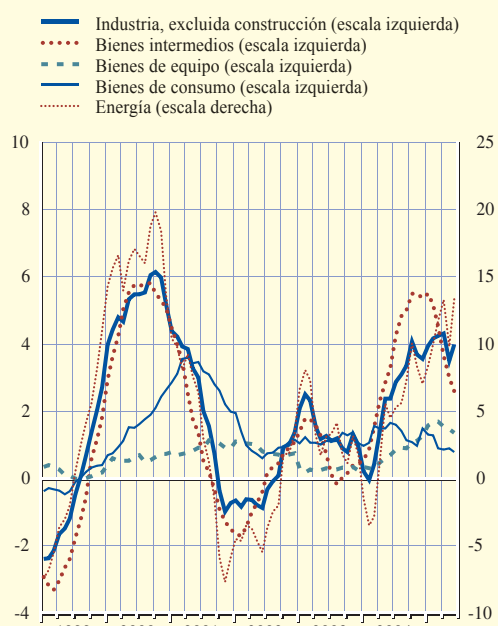
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El descenso de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, fue determinado, fundamentalmente, por los precios de los servicios, mientras que las correspondientes tasas de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados se mantuvieron prácticamente sin cambios, en comparación con el mes precedente.

La inflación en los precios de los servicios disminuyó al 2,2% en junio, desde el 2,5% de mayo, como consecuencia, en parte, de la evolución de algunos de los componentes más volátiles, como las vacaciones organizadas y el alojamiento.

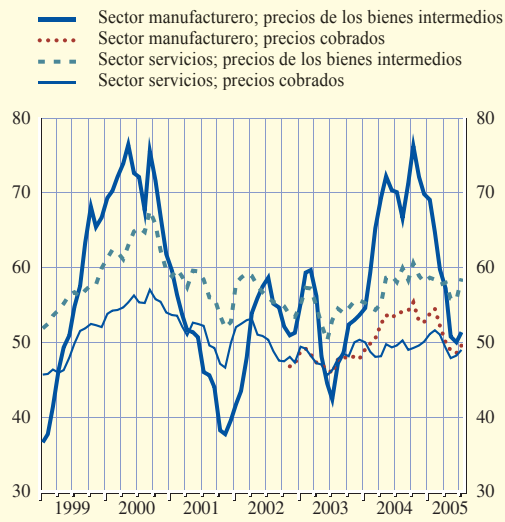
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales aumentó al 4% en junio del 2005, frente al 3,5% de mayo, como consecuencia, básicamente, del mayor incremento de los precios industriales de la energía, mientras que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, experimentó un nueva desaceleración, hasta situarse en el 1,7% en junio (véase gráfico 17). La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se elevó, desde el 9,8% de mayo, al 13,3% de junio, como resultado de la subida de los precios del petróleo registrada a partir de mediados de mayo.



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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Research.

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

Por lo que se refiere a los demás principales componentes de los precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios volvió a disminuir en junio, hasta el 2,6%, desde el 3% de mayo. Esta evolución está en línea con la evidencia proporcionada por las encuestas, como la realizada a los directores de compras, en la que las respuestas han señalado recientemente menos aumentos de los precios y algunas reducciones de los mismos para una amplia gama de materias primas distintas del petróleo. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo descendió en junio, hasta el 0,8%, desde el 0,9% de mayo, manteniéndose en un nivel relativamente moderado. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo disminuyó también levemente en junio, situándose en el 1,4%. En general, existen escasas evidencias de transmisión del incremento de los costes energéticos a los precios industriales de los bienes de consumo.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión de julio del 2005 sugieren una intensificación de las presiones sobre los precios en los sectores de manufacturas y servicios, como resultado, fundamentalmente, de la subida de los precios del petróleo. 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, ascendió ligeramente en julio, tras mostrar una continua tendencia a la baja entre noviembre del 2004 y junio del 2005 (véase gráfico 18). Aunque siguió indicando un descenso de los precios, el índice de precios cobrados en el sector manufacturero (o precios de producción) se elevó de forma significativa en julio. En el sector servicios, tras observarse una moderación de las presiones sobre los precios durante varios meses, el índice de precios de los bienes intermedios repuntó en julio. El índice de precios cobrados volvió a subir, 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 del aumento de los costes, reduciendo sus beneficios, especialmente en el sector servicios.

### Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

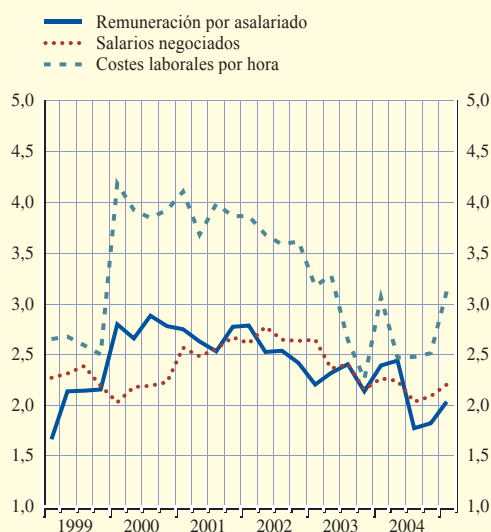
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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	2,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,4	1,2	1,2	1,6	1,2	0,7	0,4
Costes laborales unitarios	1,8	0,9	1,2	0,8	0,5	1,1	1,6

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 19 Indicadores de costes laborales

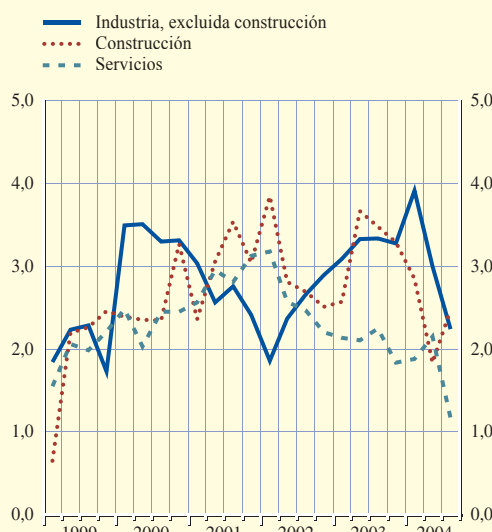
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales siguieron apuntando a la moderación salarial en el primer trimestre del 2005 (véase cuadro 6). En ese período, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ascendió levemente, hasta el 2%, desde el 1,8% del trimestre anterior. Esta evolución está en línea con la de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que se incrementó también ligeramente en el primer trimestre, hasta el 2,2%, desde el 2,1% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora del sector de empresas no agrícolas, que muestra a veces cierta volatilidad a corto plazo, aumentó al 3,1% en el primer trimestre del 2005, frente al 2,5% del último trimestre del 2004. Desde una perspectiva a más largo plazo, las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado se han elevado desde mediados del 2004, hasta situarse, en el primer trimestre del 2005, en niveles iguales o cercanos a su media del año 2004 (véase gráfico 19). Esta evolución es indicativa de una estabilización de la tendencia a la baja del crecimiento salarial observada en los últimos cuatro años.

Los datos sectoriales disponibles sobre la remuneración por asalariado, que han sido objeto de importantes revisiones, sugieren que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado repuntó levemente en el sector servicios en el primer trimestre del 2005, mientras que volvió a descender en la industria, excluida la construcción (véase gráfico 20).

Junto con la desaceleración de la productividad observada en el primer trimestre del 2005, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de la retribución por asalariado supone un aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios, en tasa interanual, desde el 1,1% registrado en el cuarto trimestre del 2004, hasta el 1,6% alcanzado en el primer trimestre del 2005. Ya que sólo se espera una recuperación lenta del crecimiento de la productividad, no se prevé una reducción del crecimiento de los costes laborales unitarios en el corto plazo. No obstante, la tasa actual está, en general, en línea con la valoración de que las presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo se mantienen moderadas.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Como reflejo de las tendencias recientes de los precios del petróleo, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en torno a los niveles actuales en los próximos meses. 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. Esta valoración está, en general, en línea con las expectativas de los expertos en previsión económica del sector privado, que se analizan en el recuadro 5.

Sin embargo, han de tenerse en cuenta los riesgos alcistas, especialmente relacionados con la evolución futura de los precios del petróleo. Además, los precios de importación, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían tener una mayor incidencia al alza en la inflación futura de lo que se estima actualmente. Por otro lado, sigue siendo necesaria la vigilancia de la evolución salarial ante el riesgo de efectos secundarios, dado el nivel persistentemente alto de los precios del petróleo.

#### Recuadro 5

##### **EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO PARA LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DEL 2005**

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima octava encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 18 y el 22 de julio de 2005. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

##### **Expectativas de inflación para los años 2005, 2006 y 2007**

En comparación con la encuesta anterior realizada en abril, las expectativas de inflación para el 2005 fueron revisadas al alza. Los participantes en la presente encuesta esperan que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC sea, en promedio, del 2,1% en el 2005 (lo que supone un aumento de 0,2 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente), y que descienda al 1,8% en el 2006 (sin cambios en relación con la encuesta anterior) y el 2007. El promedio de las previsiones de la última encuesta EPE se sitúa 0,1 puntos porcentuales por encima de las recogidas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro para el 2005 y 2006. En opinión de los encuestados, las perspectivas de inflación a corto plazo están principalmente determinadas por la evolución de los precios del petróleo, a la que atribuyen, junto con la reciente depreciación del euro, la revisión al alza de sus expectativas de inflación. Asimismo, consideran que estos factores implican riesgos alcistas para sus previsiones. La creciente competencia internacional y la persistencia de la moderación salarial deberían ejercer presiones a la baja sobre los precios. Algunos participantes en la encuesta mencionan que la reforma sanitaria holandesa podría generar también presiones a la baja sobre la inflación de la zona del euro en el 2006. Por otra parte, varios encuestados señalan la posibilidad de que la elevación del IVA en Alemania entrañe un riesgo alcista.

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de pro-

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2005	Jun 2006	2006	Jun 2007	2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE III	2,1	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9
Encuesta EPE anterior (EPE II 2005)	1,9	-	1,8	-	-	1,9
Consensus Economics (julio 2005)	2,0	-	1,7	-	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2005)	2,0	-	1,7	-	1,9	1,9
Crecimiento del PIB real	2005	2006 I	2006	2007 I	2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE III	1,4	1,6	1,8	2,0	2,0	2,1
Encuesta EPE anterior (EPE II 2005)	1,6	-	2,0	-	-	2,2
Consensus Economics (julio 2005)	1,3	-	1,7	-	-	2,1
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2005)	1,3	-	1,7	-	2,0	2,0
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2005	May 2006	2006	May 2007	2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE III	8,9	8,7	8,7	8,4	8,4	7,6
Encuesta EPE anterior (EPE II 2005)	8,8	-	8,6	-	-	7,6
Consensus Economics (julio 2005)	8,9	-	8,8	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2005)	8,9	-	8,8	-	8,5	7,9

1) En porcentaje de la población activa.

2) En la encuesta EPE actual, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2010. En el Barómetro de la Zona del Euro y en la encuesta EPE anterior se refieren al 2009. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2011-2015 (datos publicados en la encuesta de abril del 2005).

babilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A, que muestra la distribución de probabilidad agregada relativa a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2005 en las tres últimas encuestas, pone de relieve un fuerte aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 2% y el 2,4% en el 2005 (reflejo de la elevación de la tasa media esperada) y un descenso significativo de la probabilidad de que la inflación se mantenga entre el 1,5% y el 1,9%. Concretamente, la probabilidad asignada al intervalo 2%-2,4% es ahora aproximadamente el doble de la probabilidad que se atribuye al intervalo 1,5%-1,9%. Por el contrario, la distribución de probabilidad para el 2006 apenas ha variado en relación con la encuesta precedente, ya que los encuestados continúan asignando una elevada probabilidad (del 46%) a que la inflación se sitúe entre el 1,5% y el 1,9%<sup>1</sup>.

**Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo**

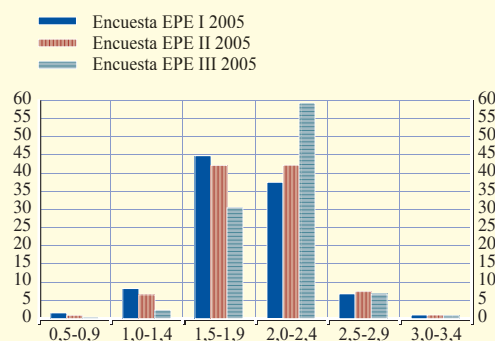
Las expectativas de inflación a cinco años vista no experimentaron cambios, permaneciendo en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en quince encuestas consecutivas. Estas expectativas se corresponden con las estimaciones publicadas recientemente por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. Sin embargo, la distribución de probabilidad continúa apuntando a riesgos alcistas. La probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe por encima del 2% es del 41,5%, ligeramente superior al 40,8% de la última encuesta (véase gráfico B).

Los resultados de la encuesta EPE pueden compararse también con las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por el diferencial de rendimiento entre los bonos nominales y los bonos indicados con la

1 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)).

**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2005 en las tres últimas encuestas EPE**

(en porcentaje)



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

(en porcentaje)



inflación. En el primer semestre del 2005, las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012 y el 2015 descendieron hasta niveles más cercanos a las expectativas de inflación medidas en la encuesta (véase gráfico C)<sup>2</sup>. No obstante, las tasas de inflación implícita no son una simple medida de las expectativas de inflación, sino que pueden recoger también varias primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, estas medidas pueden verse afectadas cuando los inversores muestran una mayor incertidumbre respecto a la inflación futura y están dispuestos a pagar una prima de cobertura.

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

En relación con la encuesta EPE anterior, para el 2005 y 2006 las expectativas de actividad económica de la zona del euro fueron revisadas a la baja. Las estimaciones apuntan a una tasa media de crecimiento interanual del PIB del 1,4% en el 2005 y del 1,8% en el 2006 (en ambos casos, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la previsión de la encuesta anterior). La revisión a la baja del crecimiento medio en el presente año se explica, en parte, por el hecho de los encuestados esperan un crecimiento relativamente moderado en el primer semestre del 2005. Otras razones aducidas son el persistente aumento de los precios del petróleo y la debilidad de la demanda interna. Las respuestas señalan, en general, la permanencia de riesgos bajistas, en estrecha relación con los factores mencionados anteriormente.

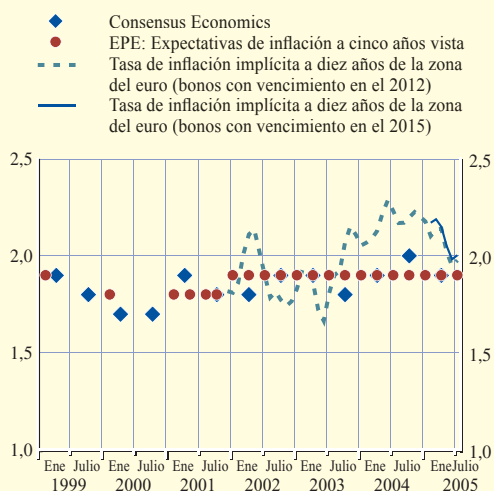
Sin embargo, los encuestados mencionan una serie de factores que deberían influir en el crecimiento económico de la zona del euro, especialmente las favorables condiciones de financiación, la estabilidad de precios y la mejora de la rentabilidad. Asimismo, la reciente depreciación del euro podría favorecer las exportaciones. Las previsiones de la EPE para el 2005 y 2006 son levemente más optimistas que las estimaciones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics, situadas, en ambos casos, en el 1,3% para el 2005 y el 1,7% para el 2006 (véase cuadro). Por último, la encuesta EPE recoge unas expectativas de crecimiento del PIB real a cinco años vista del 2,1%, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente. En opinión de la mayoría de encuestados, las perspectivas de crecimiento a largo plazo dependen, en gran medida, de las reformas estructurales.

<sup>2</sup> La tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el plazo (residual) de los bonos utilizados en su elaboración y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de algunos de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción del concepto de tasa de inflación implícita, véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

Las expectativas de desempleo para el 2005 y 2006 fueron revisadas al alza 0,1 puntos porcentuales en relación con la encuesta anterior y se sitúan en el 8,9% para el 2005 y el 8,7% para el 2006. Las revisiones del promedio de estimaciones están en línea con las revisiones a la baja del crecimiento del PIB. Los encuestados consideran que los principales factores que impedirán un descenso más acelerado del desempleo en los próximos años serán el débil crecimiento a corto plazo (por debajo del crecimiento potencial), la ausencia de reformas estructurales y la fuerte competencia internacional. Con todo, se espera que la tasa de desempleo siga descendiendo, hasta alcanzar el 8,4% en el 2007. Las expectativas de desempleo a cinco años vista son del 7,6%, sin cambios con respecto a la encuesta precedente. Nuevamente, los encuestados subrayan que el descenso de la tasa de desempleo a largo plazo dependerá de las reformas del mercado de trabajo.

### Gráfico C Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación interanual)



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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro ha crecido de una manera sostenida, aunque gradual, en los últimos trimestres. Si bien el aumento de los precios del petróleo ha incidido en la demanda interna, los últimos datos disponibles y los indicadores procedentes de las encuestas muestran cierta mejora, lo que respalda las expectativas de que, debido a las favorables condiciones internas y externas, se vaya generalizando el proceso de expansión económica con el tiempo. Sin embargo, los elevados precios del petróleo y la reducida confianza de los consumidores en la zona del euro siguen entrañando riesgos a la baja.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

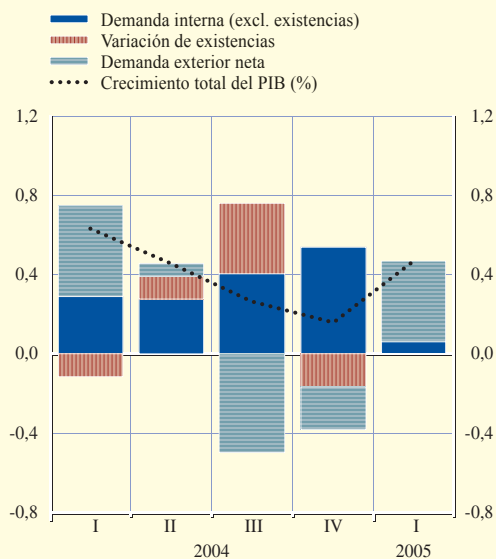
Los datos del PIB real relativos al primer trimestre del 2005, publicados en mayo, mostraron una aceleración de la actividad económica de la zona del euro en los primeros meses de este año, en comparación con el segundo semestre del 2004. Se estima que, tras registrar un crecimiento del 0,3% y del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer y cuarto trimestre del 2004, respectivamente, el PIB real ha crecido un 0,5% en el primer trimestre del 2005. Sin embargo, este incremento fue resultado, en parte, de una distorsión derivada de los ajustes por días laborables, y no apunta a un fortalecimiento del crecimiento económico a comienzos del 2005.

Aunque la segunda estimación del crecimiento en el primer trimestre, publicada en julio, confirmó la estimación anterior (véase gráfico 21), la composición del gasto fue revisada, lo que se tradujo en un ligero aumento de la contribución de la demanda interna (hasta 0,1 puntos porcentuales, frente a la contribución nula de la primera estimación). Pese a estas revisiones, el mayor crecimiento del PIB

observado en el primer trimestre continuó siendo consecuencia, principalmente, de la contribución positiva de la demanda exterior neta. Al registrarse un crecimiento negativo de las exportaciones en el primer trimestre, la contribución positiva de la demanda exterior neta fue enteramente debida a la caída de las importaciones.

Gráfico 21 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La ligera revisión al alza de la demanda interna en el primer trimestre fue determinada, en su mayor parte, por las revisiones de los datos de inversión. Sin embargo, el crecimiento de la inversión siguió siendo negativo en el primer trimestre, incluso después de las revisiones. El detalle de la inversión muestra que la caída fue originada por una marcada reducción de la inversión en construcción (especialmente en Alemania), mientras que aumentó la inversión excluida la construcción. Dado que el acusado descenso de la inversión en construcción observado en Alemania fue consecuencia, en parte, de factores meteorológicos transitorios, es probable que se incremente la inversión total de la zona del euro en el segundo trimestre del 2005.

## PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Por lo que se refiere a la composición del crecimiento económico por ramas de actividad, las estimaciones del valor añadido correspondientes al primer trimestre del 2005 indican que el crecimiento fue impulsado, fundamentalmente, por el sector servicios, en el que el crecimiento cobró vigor, en comparación con los dos trimestres precedentes. La contribución de los demás sectores fue relativamente modesta (como en la industria excluida la construcción) o negativa (como en la construcción).

Desde que se inició la reactivación económica a mediados del 2003, la contribución de la industria ha sido relativamente débil, en relación con los períodos de recuperación registrados previamente en la zona del euro. Esta falta de dinamismo puede asociarse, en parte, a la incidencia negativa de la evolución de los precios del petróleo y a la pasada apreciación del euro. La contribución del sector servicios, especialmente de los servicios de mercado, ha sido más conspicua (en particular, a partir de principios del 2004) y más acorde con anteriores períodos de recuperación.

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) no mostró variaciones entre marzo y mayo del 2005, en comparación con el precedente período de tres meses, lo que apunta a que sigue observándose una evolución moderada de la actividad industrial, que disminuyó un 0,3%, en tasa intermensual, en mayo, tras aumentar un 0,8% en abril. En consecuencia, a menos que la producción vuelva a descender de forma significativa en junio, el crecimiento de la actividad industrial podría ser positivo para el segundo trimestre del 2005 en su conjunto. Ello indicaría que el sector industrial podría estar experimentando una recuperación gradual, tras registrar un crecimiento prácticamente nulo en el trimestre anterior y un crecimiento negativo en el cuarto trimestre del 2004. Sin embargo, no se aprecian todavía claros indicios de una recuperación significativa.

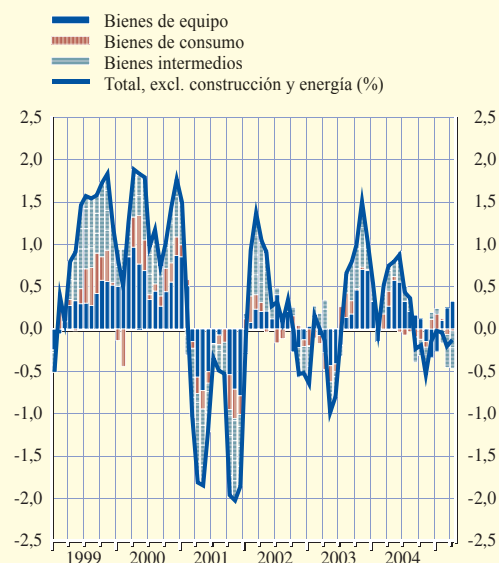
Los datos de la industria proporcionan señales dispares según las ramas de actividad. Los datos relativos a los tres meses transcurridos hasta mayo indican una evolución relativamente positiva de las ramas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero (véase gráfico 22), mientras que en las ramas productoras de bienes intermedios y de bienes de consumo no duradero los resultados fueron poco alentadores.

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

Los datos procedentes de las últimas encuestas presentan, para el inicio del tercer trimestre del 2005, algunas señales positivas que apuntan a una ligera mejora de la actividad industrial. El indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice de directores de compras se elevaron en junio y julio,

**Gráfico 22 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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



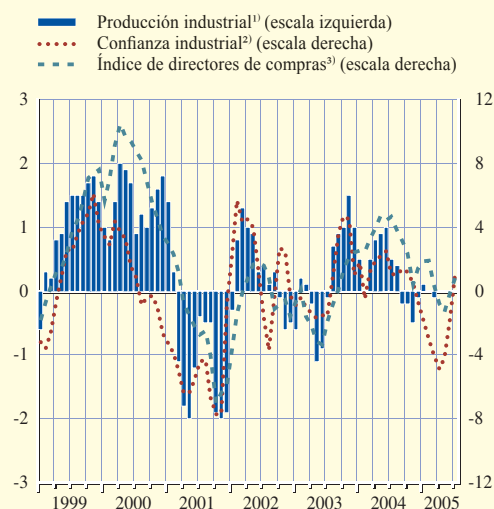
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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



**Gráfico 23 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales desestacionalizados)

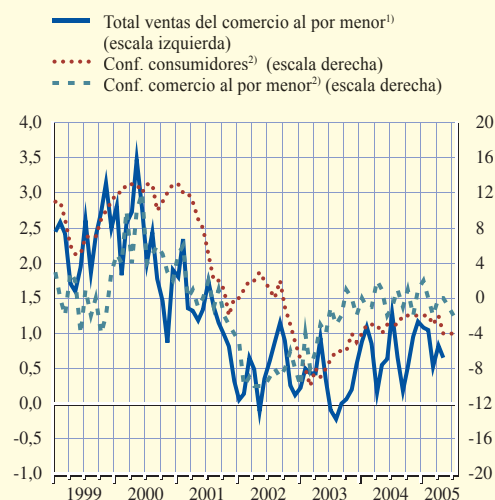


Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research y cálculos del BCE.

- 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.

**Gráfico 24 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.

tras descender en los tres meses anteriores. Sin embargo, ambos indicadores se mantienen en niveles relativamente bajos, lo que sugiere, como mucho, una expansión moderada del sector manufacturero (véase gráfico 23).

Las encuestas relativas al sector servicios también apuntan a cierta mejora en junio del 2005. El indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice de directores de compras para los servicios fueron más altos en julio, tras haber registrado cambios poco significativos o un leve descenso en el segundo trimestre. Sin embargo, ambos indicadores se sitúan todavía en niveles cercanos a sus medias respectivas desde el inicio del presente año. Por consiguiente, estos datos no señalan un fortalecimiento significativo de la actividad en el sector servicios, en comparación con el segundo trimestre de este año.

#### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Aunque los últimos datos han sido positivos, los indicadores del gasto de los hogares siguen apuntando, en general, a un crecimiento moderado del consumo en el segundo trimestre del 2005. El volumen de ventas al por menor se incrementó, en tasa intermensual, en mayo y junio, aunque disminuyó ligeramente en el conjunto del segundo trimestre (véase gráfico 24). Por el contrario, las matriculaciones de automóviles aumentaron notablemente en el segundo trimestre, en comparación con el primero. Así pues, es probable que se compensen en buena medida entre sí las contribuciones de las ventas al por menor y de las matriculaciones de automóviles al crecimiento del consumo privado en el segundo trimestre del 2005. Por último, la confianza de los consumidores, reflejada por el indicador de la Comisión Europea, no experimentó cambios en julio, por tercer mes consecutivo, y se mantiene, en general, en niveles relativamente bajos desde mediados del 2004.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores sugieren que las condiciones del mercado de trabajo han permanecido prácticamente estables en el primer semestre del 2005. Los datos procedentes de las encuestas señalan también condiciones bastante estables en el tercer trimestre.

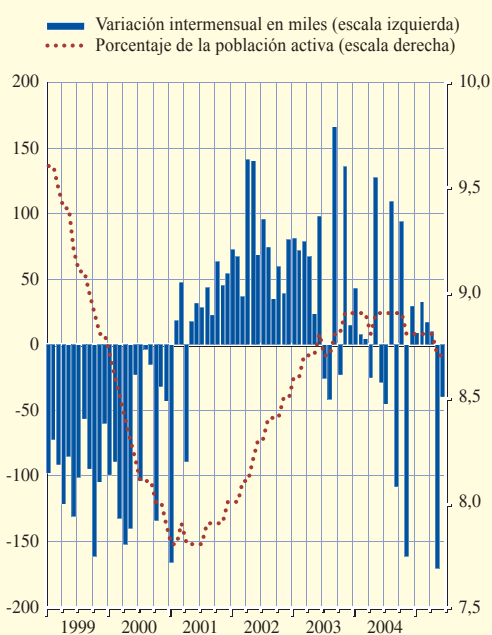
### DESEMPLEO

La tasa normalizada de paro de la zona del euro fue del 8,7% en junio del 2005, sin variaciones en relación con el mes de mayo (véase gráfico 25). Para el segundo trimestre en su conjunto, la tasa de paro se situó en el 8,8%, al igual que en los dos trimestres precedentes. Sin embargo, las condiciones del mercado de trabajo han mostrado cierta mejora recientemente. El número de parados disminuyó en unas 40.000 personas en junio, frente a la caída de 171.000 personas observada en mayo, con lo que el número total de parados de la zona del euro descendió hasta cerca de 12,7 millones de personas. Con todo, estos últimos datos deberían interpretarse con cautela, ya que los cambios metodológicos introducidos recientemente en Alemania han dado lugar a un incremento significativo de la volatilidad de los datos de desempleo.

Desde una perspectiva a más largo plazo, existen indicios de que el desempleo estructural ha ido reduciéndose en la zona del euro desde mediados de los años noventa. Sin embargo, el descenso ha sido relativamente modesto, en comparación con el aumento observado después de los primeros años de la década de los setenta (véase recuadro 6). Así, queda un amplio margen para que la tasa de paro disminuya en el medio a largo plazo. El mejor funcionamiento de los mercados de la zona del euro contribuiría, en gran medida, a reducir el desempleo estructural. En el recuadro 7 se ofrece una descripción general de las Directrices integradas adoptadas por el Consejo ECOFIN en julio del 2005. Estas directrices, que aúnan las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo (anteriormente separadas), señalan las medidas más urgentes que han de aplicarse en los Estados miembros de la UE para lograr un mayor crecimiento económico sostenible en el medio a largo plazo.

Gráfico 25 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

## UNA PERSPECTIVA DE MÁS LARGO PLAZO DEL DESEMPLEO ESTRUCTURAL EN LA ZONA DEL EURO

En la literatura económica se ha intentado en varias ocasiones medir el desempleo estructural. Una de las medidas utilizadas es la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU), definida como el nivel de la tasa de desempleo que no ejerce presión sobre la inflación<sup>1</sup>. En este recuadro se pretende ofrecer una breve panorámica de la evolución de la NAIRU en la zona del euro y en los países más grandes de dicha zona.

La NAIRU no es una variable que pueda observarse directamente, por lo que se han propuesto diferentes enfoques para estimarla. En el pasado, se suponía con frecuencia que la NAIRU equivalía, aproximadamente, a la tasa media de desempleo a largo plazo. Sin embargo, después se reconoció que puede variar con el tiempo y, por lo tanto, se adoptaron métodos de estimación más elaborados, que van desde la estimación de la tendencia de la tasa de paro (por ejemplo, calculando medias móviles) hasta la adopción de enfoques en los que se tiene en cuenta explícitamente la relación entre la tasa de desempleo y la inflación. Este último método, conocido también como enfoque «directo» para medir la NAIRU es el que más se utiliza actualmente. Se basa en una relación entre las variaciones de la tasa de paro y la inflación, que se conoce a menudo como curva de Phillips. Algunas veces, se estima la relación que existe entre la tasa de paro y la inflación salarial, como en las contribuciones originales de A.W.H. Phillips, en cuyo caso la tasa de desempleo estructural estimada se denomina «tasa de desempleo no aceleradora de los salarios» (NAWRU). Para estimar la NAIRU (o la NAWRU) por medio del enfoque directo es necesario utilizar técnicas econométricas avanzadas como el filtro de Kalman<sup>2</sup>.

Las estimaciones de la NAIRU pueden resultar útiles en diversos contextos. En particular, se utilizan a veces para analizar las causas de las presiones inflacionistas. Sin embargo, varios estudios empíricos indican que la medición de la NAIRU es más bien imprecisa y que el grado de incertidumbre resulta particularmente acusado en el caso de las estimaciones sincrónicas (es decir, las estimaciones correspondientes al período en curso)<sup>3</sup>. De lo que se deduce que la utilidad de las estimaciones de la NAIRU para el análisis ordinario de la inflación es relativamente limitada. No obstante, pueden proporcionar información valiosa respecto a tendencias a más largo plazo.

### Evolución a largo plazo de la NAIRU en la zona del euro

En el gráfico A se presentan las estimaciones más recientes de la NAIRU (o de la NAWRU) de la zona del euro, elaboradas por la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Si bien puede observarse una variación significativa entre las estimaciones en la década de los ochenta y en la de los noventa, parece haber una mayor coherencia con respecto a las tendencias a largo plazo. Concretamente, tras aumentar a partir de los años setenta durante unos 25 años, la NAIRU de la zona del euro parece haberse reducido gradualmente a partir de mediados de la década de los noventa. Las estimaciones internas del BCE, elaboradas utilizando una metodología similar, corroboran también esta tendencia<sup>4</sup>.

1 Véase, por ejemplo, L. Ball y N. G. Mankiw (2002): «The NAIRU in Theory and Practice», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n.º 4, pp. 115-136, donde se examinan el concepto de la NAIRU y el papel que ha desempeñado en el análisis macroeconómico.

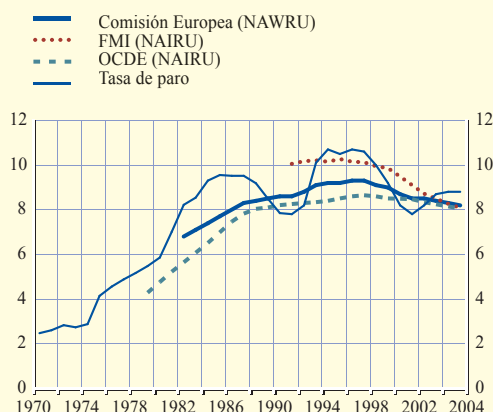
2 Véase, por ejemplo, un análisis más detallado en S. Fabiani y R. Mestre (2000): «Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment», ECB Working Paper n.º 17 y S. Fabiani y R. Mestre (2004): «A system approach for measuring the euro area NAIRU», *Empirical Economics*, 29(2): 311-341 (publicado también como ECB Working Paper n.º 65, 2001).

3 Véanse, por ejemplo, la evidencia recogida en D. Staiger, J. Stock y M. Watson (1997): «How Precise are Estimates of the Natural Rate of Unemployment», C. Romer y D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 1997.

4 Para los análisis internos se utilizan diversos enfoques, incluidas algunas versiones del enfoque de la función de producción descrito en 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 y ejercicios de contabilización del crecimiento, similares a los descritos en A. Musso y T. Westermann, «Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective», ECB Occasional Paper n.º 22, enero 2005.

**Gráfico A Estimaciones de la NAIRU/NAWRU en la zona del euro**

(porcentaje de la población activa)

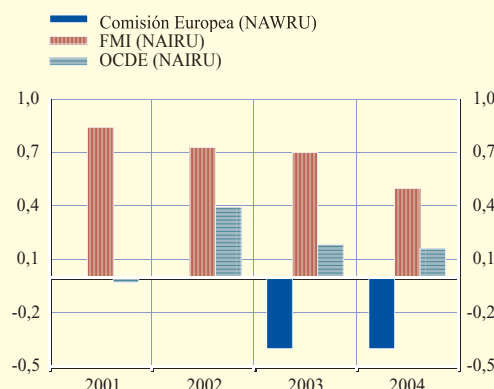


Fuentes: Comisión Europea, FMI y OCDE.

Nota: Hasta 1991, la tasa de paro de la zona del euro excluye la antigua Alemania oriental.

**Gráfico B Revisión de las estimaciones sincrónicas de la NAIRU/NAWRU de la zona del euro**

(estimaciones más recientes menos estimaciones sincrónicas; puntos porcentuales)



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

Nota: No se dispone de estimaciones sincrónicas de la NAWRU de la zona del euro elaboradas por la Comisión Europea para los años 2001 y 2002.

Las estimaciones realizadas por los organismos internacionales indican que la NAIRU de la zona del euro se sitúa actualmente en un nivel ligeramente superior al 8%. Por lo tanto se estima que es inferior a la tasa de desempleo actual, que se sitúa ligeramente por debajo del 9%. No obstante, la incertidumbre que rodea a estas estimaciones, sobre todo las sincrónicas, se pone de manifiesto a la vista de las revisiones realizadas desde el año 2001. Por ejemplo, durante este período, el FMI ha revisado al alza sus estimaciones en torno a 0,7 puntos porcentuales al año en promedio (véase gráfico B). Las revisiones realizadas por la Comisión Europea y la OCDE han sido de menor magnitud, pero aún así, son significativas. De lo que se deduce que las estimaciones sincrónicas deben considerarse siempre con bastante cautela.

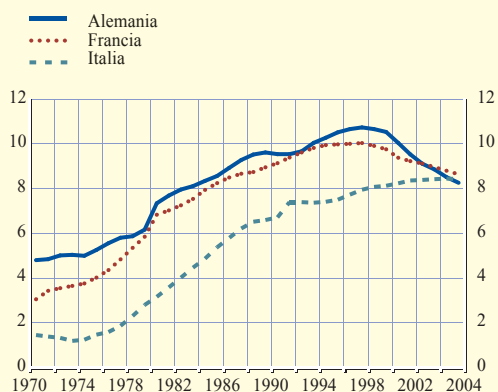
Varios estudios indican que el aumento de la NAIRU entre la década de los setenta y mediados de la década de los noventa refleja, en gran medida, la interacción de perturbaciones adversas y la rigidez de las instituciones del mercado de trabajo en la mayoría de las economías de la zona del euro que, tras una secuencia de perturbaciones en los precios del petróleo, dio lugar a un incremento constante del desempleo estructural. La evolución más positiva de los últimos diez años se ha atribuido, sobre todo, al impacto de las reformas del mercado de trabajo adoptadas en algunos países de la zona<sup>5</sup>.

De hecho, las diferencias significativas observadas a nivel de países indican hasta qué punto algunos factores específicos del país han contribuido a configurar las tendencias del desempleo. Si se examinan las cinco economías más grandes de la zona del euro, las estimaciones disponibles apuntan a un incremento de la NAIRU (o de la NAWRU) desde comienzos de la década de los setenta hasta mediados de la década de los noventa en todos los casos salvo en los Países Bajos (véanse gráficos C y D). Por el contrario, entre mediados de la última década y el año 2004, se estima que la NAIRU se ha reducido en todos estos países con la excepción de Alemania, en donde ha ido en aumento. Esta evolución divergente refleja, probablemente diferencias en el alcance de las reformas del mer-

5 Véase, por ejemplo, O. Blanchard y J. Wolfers (2000): «The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence», *Economic Journal*, Vol. 110 (marzo 2000), pp.1-33 y S. Nickell (2003): «Labour Market Institutions and Unemployment in OECD Countries», *CESIFO DICE Report 1*, n.º 2 (2003), pp. 13-26.

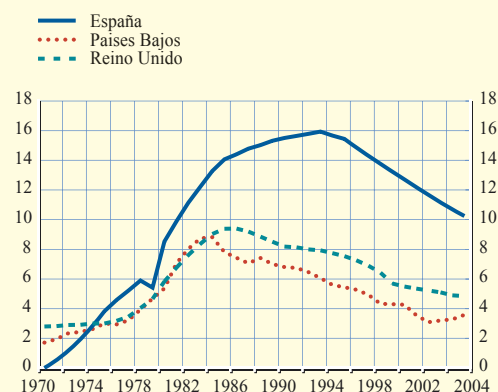
**Gráfico C Estimaciones<sup>1)</sup> de la NAIRU/NAWRU para Francia, Alemania e Italia**

(porcentaje de la población activa)



**Gráfico D Estimaciones<sup>1)</sup> de la NAIRU/NAWRU para los Países Bajos, España y el Reino Unido**

(porcentaje de la población activa)



Fuentes: Comisión Europea, FMI y OCDE.

1) Media de las estimaciones de la Comisión Europea, el FMI y la OCDE.

cado de trabajo, así como en el momento de su puesta en práctica. El ejemplo de los Países Bajos, que emprendieron reformas significativas en la década de los ochenta, indica que se puede avanzar notablemente en la reducción del desempleo estructural por medio de las reformas. Lo mismo podría afirmarse respecto a la evolución de la situación en el Reino Unido, en donde las estimaciones de la NAIRU también indican un descenso significativo desde mediados de la década de los ochenta.

De cara al futuro, es imperativo reducir el desempleo estructural en la zona del euro. Si bien varios países ya han logrado progresos significativos para que sus mercados de trabajo sean más flexibles y adaptables, en muchos otros es necesario emprender reformas de mayor envergadura. La única manera de reducir significativamente el desempleo en los próximos años sin poner en peligro la estabilidad de precios es acometer con más determinación las reformas estructurales de dichos mercados.

## EMPLEO

El empleo se elevó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2005, tras registrar tasas de crecimiento similares en el segundo semestre del 2004. Esta evolución refleja un aumento del crecimiento del empleo en el sector servicios y un descenso en la industria, confirmando el panorama general observado en trimestres anteriores.

Según las encuestas de opinión relativas a los meses transcurridos hasta julio, las expectativas de empleo de apuntan al mantenimiento de la expansión del empleo en el sector servicios y a un posible nuevo deterioro en la industria al inicio del tercer trimestre del 2005. En general, estos datos están en consonancia con condiciones de mercado bastante estables.

## 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera un crecimiento sostenido, aunque gradual, de la economía de la zona del euro. Estas expectativas, compartidas de forma generalizada por los participantes en la última encuesta

### Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				2005 I
	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	
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	0,0	-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	1,0	-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	0,6	0,9
Administración pública	1,2	0,8	0,3	0,2	0,1	0,3	0,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 5), se basan en varias consideraciones. En el exterior, el vigoroso crecimiento de la demanda mundial y la mejora de la competitividad de la zona de euro en términos de precios deberían respaldar las exportaciones de la zona. En el interior, aunque la subida de los precios del petróleo ha incidido en la demanda interna, los últimos datos publicados y los indicadores procedentes de las encuestas muestran cierta mejora. En este contexto, la inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, de una pujante demanda mundial, así como de los buenos resultados y de la gestión más eficiente de las empresas. Por otra parte, el crecimiento del consumo debería evolucionar generalmente en sintonía con la trayectoria prevista de la renta disponible. Los principales riesgos a la baja para las expectativas de mejora del crecimiento económico de la zona del euro proceden de los elevados precios del petróleo y del reducido nivel de confianza. Además, se mantiene la preocupación por la persistencia de los desequilibrios mundiales.

### Recuadro 7

#### DIRECTRICES INTEGRADAS PARA EL CRECIMIENTO Y EL EMPLEO RELATIVAS AL PERÍODO 2005-2008

El 12 de julio de 2005, el Consejo ECOFIN adoptó las primeras Directrices integradas para el crecimiento y el empleo relativas al período 2005-2008. Las Directrices integradas aúnan las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo. Esta racionalización es uno de los resultados de la revisión intermedia de la estrategia de Lisboa realizada por el Consejo Europeo en su reunión de Bruselas celebrada los días 22 y 23 de marzo de 2005. Dentro de las Directrices integradas, que permitirán incrementar la coherencia y reducir el solapamiento entre las Orientaciones generales de política económica y las Directrices para el empleo (anteriormente separadas), las primeras continuarán abarcando la totalidad de las políticas macro y microeconómicas y las segundas se referirán a la política en materia de empleo. Con ello disminuye de forma significativa el número de estos instrumentos, que pasa de un total de 28 Orientaciones y 10 Directrices a 24 Directrices integradas. A diferencia de las anteriores Orientaciones generales de política económica, las primeras Directrices integradas adoptadas en el 2005 no comprenden orientaciones específicas para cada país.

En estas Directrices integradas habrán de basarse los nuevos programas nacionales de reforma, que los Estados miembros de la UE deberán presentar por primera vez en el otoño del 2005, y que incluirán las medidas concretas que estos Estados tienen previsto adoptar (o han adoptado ya) para fomentar el crecimiento y el empleo a escala nacional en el período 2005-2008. Por su parte, la Co-

misión ha presentado un Programa Comunitario de Lisboa, que recogerá el conjunto de actuaciones que deberán emprenderse en el plano comunitario y que tendrán que aprobar el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo de la UE.

En este recuadro se ofrece una descripción general de las directrices integradas.

### **Orientaciones generales de política económica**

#### **Políticas macroeconómicas**

En las Orientaciones generales de política económica se insta a los Estados miembros a mantener sus objetivos presupuestarios a medio plazo, si ya los han alcanzado, o, en caso contrario, a adoptar las medidas correctoras necesarias para cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los Estados miembros deberían evitar políticas fiscales procíclicas y los que tengan un déficit excesivo habrán de corregirlo con prontitud. Si los déficit de la balanza por cuenta corriente corren el riesgo de llegar a ser insostenibles, se acometerán reformas estructurales encaminadas a mejorar la competitividad y se instrumentarán políticas fiscales diseñadas para corregir esta situación. En el marco de la zona del euro, se invita a los Estados miembros a asegurar una mayor coordinación entre sus políticas económicas y sus políticas presupuestarias, y a combinarlas con vistas a lograr una recuperación económica compatible con la estabilidad de precios.

Dado el envejecimiento de la población europea, en las orientaciones se afirma que deberán continuar los esfuerzos por reducir la deuda pública y aumentar la actividad y la oferta de trabajo, especialmente entre las mujeres, los jóvenes y los trabajadores de más edad. Asimismo, se insta a los Estados miembros a reformar sus sistemas de pensiones, de prestaciones sociales y de asistencia sanitaria. Se hace hincapié en que el aumento de los salarios nominales debería ser compatible con la estabilidad de precios y acorde con la tasa de crecimiento de la productividad a medio plazo, teniendo en cuenta las disparidades existentes en las cualificaciones y en las condiciones de los mercados de trabajo locales.

#### **Reformas microeconómicas destinadas a elevar el crecimiento potencial de la UE**

Para hacer frente al débil crecimiento y a la insuficiente creación de empleo en la UE, es necesario acometer amplias reformas de los mercados de productos.

En las Orientaciones generales de política económica se pide a los Estados miembros que adopten medidas para promover la inversión en investigación y desarrollo (I+D), la innovación y la educación. Es preciso avanzar más rápidamente hacia el objetivo de Lisboa de asignar el 3% del PIB al total de la inversión en I+D, con un adecuado reparto entre inversión pública e inversión privada. Se invita a los Estados miembros a informar sobre sus objetivos de gasto en I+D para el 2008 y el 2010 y sobre las medidas correspondientes previstas en sus programas nacionales de Lisboa. Estos objetivos deberían perseguirse estableciendo las condiciones generales adecuadas, fomentando la relación entre ciencia e industria, creando centros de excelencia o potenciándolos, apoyando la movilidad de los investigadores y alentando la transferencia de conocimientos entre los países a través de la inversión exterior directa. Los Estados miembros deberían facilitar el acceso y el uso de las tecnologías de la información y las telecomunicaciones (TIC). Se recalca también la necesidad de orientar la UE hacia sectores que presenten un mayor crecimiento de la productividad, de identificar los factores de competitividad en los principales sectores industriales y de hacer frente al reto de la globalización.

Asimismo, las orientaciones recomiendan a los países que promuevan el uso sostenible de los recursos y que refuercen las sinergias entre protección del medio ambiente y crecimiento. Mediante el uso de instrumentos de mercado deberá garantizarse que los precios reflejen adecuadamente los daños ambientales y los costes sociales, al tiempo que se alentará el desarrollo de energías sostenibles y la implantación de tecnologías favorables al medio ambiente. Estas actuaciones prioritarias se llevarán a cabo de conformidad con la legislación comunitaria vigente y con las medidas y los instrumentos propuestos en el Plan de Acción de Tecnologías Medioambientales. Los Estados miembros deberán intensificar sus esfuerzos en pos de satisfacer los compromisos adquiridos con arreglo al protocolo de Kioto.

En las orientaciones se señala que los Estados miembros deberían acelerar la transposición de las directivas relativas al mercado interior, asegurar la aplicación estricta y eficaz de la legislación correspondiente y dar un mayor impulso al proceso de integración de los mercados financieros. Por otra parte, se les insta a que eliminen los obstáculos a las actividades transfronterizas y a que apliquen las normas de contratación pública de la UE de una manera efectiva.

Las orientaciones generales de política económica resaltan la necesidad de eliminar las barreras a la competencia en sectores clave y de garantizar la ejecución de la política de competencia. Se exhorta a los Estados miembros a realizar reformas estructurales encaminadas a facilitar el acceso a los mercados. Además, se les invita a garantizar la competencia efectiva en las industrias de red y a reducir ulteriormente las ayudas públicas en este ámbito, destinándolas a objetivos horizontales, como la investigación, la innovación y la optimización del capital humano.

En las orientaciones se solicita a los Estados miembros que adopten medidas activas para proporcionar un entorno empresarial más atractivo y fomentar la creación y el crecimiento de empresas innovadoras. Habrá que ayudar a las pequeñas y medianas empresas, reforzar su potencial de innovación, mejorar su acceso a la financiación, adaptar el régimen fiscal para premiar el éxito y reducir la carga administrativa de las empresas de nueva creación. A fin de alcanzar una mayor integración de los mercados nacionales en la UE ampliada, los Estados miembros deberían desarrollar unas adecuadas infraestructuras de transporte, de energía y de TIC, especialmente en las regiones fronterizas y periféricas.

### **Directrices para el empleo**

Las máximas prioridades de la estrategia de Lisboa son el establecimiento de las condiciones idóneas para lograr el pleno empleo, la mejora de la calidad y de la productividad del trabajo y una mayor cohesión social y territorial. Las directrices señalan como objetivo para el 2010 una tasa media de ocupación en la UE del 70% para el empleo total, de al menos el 60% para el empleo femenino y del 50% para los trabajadores de más edad. Por otro lado, deberían reducirse el desempleo y la inactividad. A estos efectos, los Estados miembros deberían fijar objetivos nacionales para la tasa de ocupación, además de elevar la tasa de actividad femenina, reducir los desequilibrios entre hombres y mujeres en materia de empleo, desempleo y retribuciones, y hacer frente al paro juvenil. Los Estados miembros deberán propugnar una vida laboral más prolongada y modificar los aspectos de los sistemas fiscales, de pensiones y de prestaciones sociales que incentivan el abandono prematuro del mercado de trabajo.

En las directrices se exhorta a los Estados miembros a instrumentar políticas activas de inclusión de las personas desfavorecidas en el mercado de trabajo, a modernizar los sistemas de protección social y a combatir la pobreza y la exclusión social. También se les insta a adoptar medidas encaminadas



a resolver situaciones de escasez o cuellos de botella en los mercados de trabajo y a garantizar una mayor transparencia en las oportunidades de empleo y de formación a escala nacional y europea.

Las directrices destacan la necesidad de adoptar medidas de política económica diseñadas para mejorar la adaptabilidad de los mercados de trabajo a condiciones económicas cambiantes. Deberá conseguirse una mayor flexibilidad, adaptando la legislación sobre el empleo y ofreciendo respaldo en situaciones laborales de transición. Se insta a los Estados miembros a garantizar que los sistemas de negociación colectiva permitan que los salarios reflejen mejor la productividad, y se les invita a ajustar la estructura y el nivel de los costes laborales no salariales, especialmente en el caso de los trabajos con bajas retribuciones. Para impulsar el crecimiento potencial de la UE, la clave será incrementar y mejorar la inversión en capital humano y reducir los desequilibrios en las cualificaciones. En las directrices se pone de relieve que los Estados miembros han asumido el compromiso de establecer estrategias integrales de formación permanente para el 2006 y de poner en marcha el Programa de Trabajo para la Educación y la Formación en el 2010. Los Estados miembros deberán facilitar la movilidad dentro del mercado de trabajo europeo, promoviendo el reconocimiento y la transparencia de las cualificaciones y de las competencias.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En julio y en los primeros días de agosto el euro se apreció en términos efectivos como consecuencia un fortalecimiento relativamente generalizado frente a las monedas de la mayoría de los socios comerciales de la zona del euro. La modificación de la política cambiaria en China, anunciada el 21 de junio, no parece haber tenido un efecto directo duradero en el tipo de cambio de la moneda única.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

A pesar de un aumento de los diferenciales de tipos de interés a favor de la moneda estadounidense, el euro se apreció frente al dólar entre finales de junio y el 3 de agosto (véase gráfico 26) en un contexto de evolución relativamente positiva de la confianza empresarial en la zona del euro. Como resultado, el 3 de agosto de 2005, el euro cotizaba a 1,23 dólares, es decir, un 1,8% por encima del nivel registrado a finales de junio y un 1% por debajo de la media del año 2004.

#### YEN JAPONÉS/EURO

El euro siguió apreciándose frente al yen japonés, consolidando así la tendencia iniciada en junio. La modificación del régimen cambiario en China, anunciada el 21 de julio (véase más adelante) sólo parece haber afectado temporalmente al tipo de cambio entre el yen y el euro. El 3 de agosto, el euro cotizaba a 136,8 yenes, es decir, un 2,1% por encima del nivel observado a finales de junio y un 1,8% por encima de la media del año 2004.

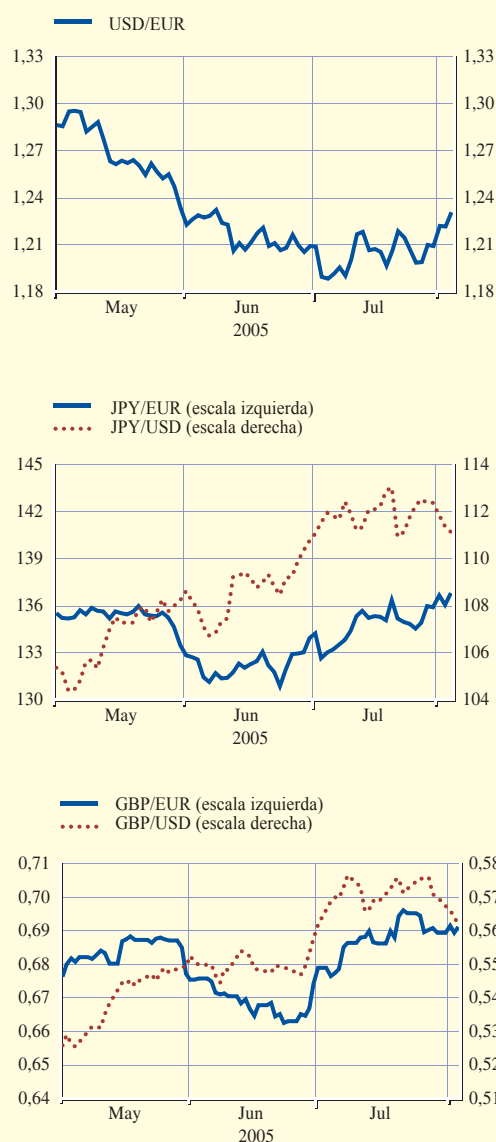
#### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno fluctuaron en julio y en los primeros días de agosto dentro de intervalos muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales, mientras que la corona estonia, la lira maltesa y la lita lituana no experimentaron cambios en relación con sus paridades centrales (véase gráfico 27). El lats leton y la libra chipriota se mantuvieron estables en el lado más fuerte de sus respectivas bandas de fluctuación.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se apreció de forma sostenida frente a la libra esterlina en julio en un contexto de crecientes expectativas de una reducción del tipo de interés básico en el Reino Unido. El 3 de agosto, el

Gráfico 26 Evolución de los tipos de cambio

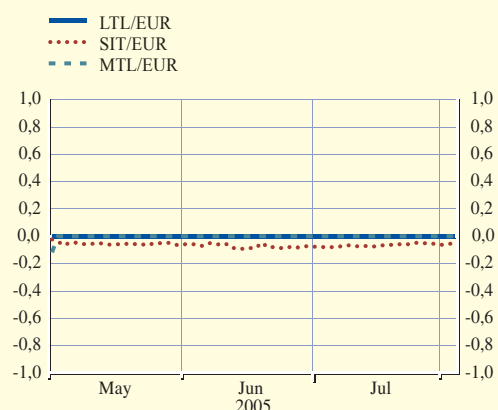
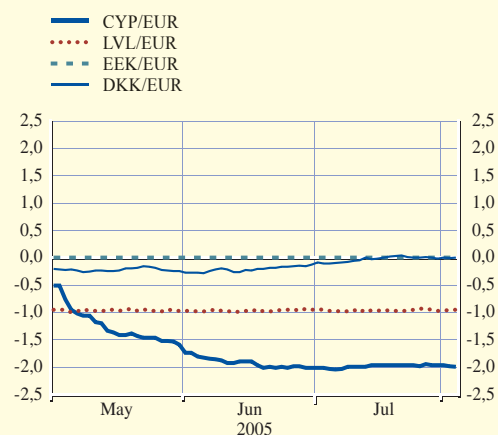
(datos diarios)



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  $\pm 15\%$ .

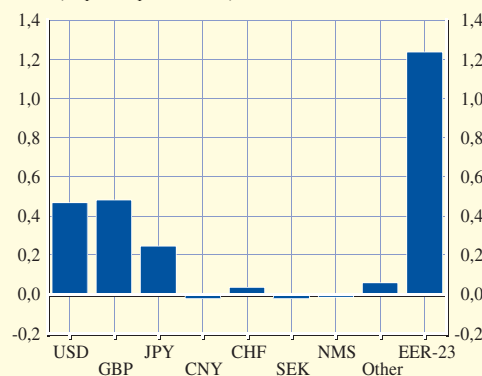
**Gráfico 28 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)

Índice: 1999 I = 100



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
30 junio 2005 - 3 agosto 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.

euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, es decir, un 2,5% por encima del nivel observado a finales de junio y un 1,8% por encima de la media del año 2004. Entre finales de junio y el 3 de agosto el euro se depreció frente al forint húngaro (1,2%) y se apreció frente a la corona eslovaca (1,2%) y, en menor medida, frente al zloty polaco (0,9%). El euro se mantuvo, en general, estable frente a la corona sueca durante este período.

### OTRAS MONEDAS

El euro se apreció un 0,6% frente al franco suizo entre finales de junio y el 3 de agosto. El 21 de junio China abandonó el régimen de tipo de cambio fijo y adoptó un régimen cambiario flexible con referencia a una cesta de monedas. Al mismo tiempo, el renminbi se revaluó un 2% para situarse en 8,11 yuanes por dólar estadouni-

dense, fijándose una banda de fluctuación diaria de  $\pm 0,3\%$ . No se dieron a conocer las monedas que integran la cesta ni tampoco sus ponderaciones. El impacto inicial de este cambio de régimen se sintió principalmente en Asia, ya que Malasia también abandonó el régimen de paridad fija frente al dólar estadounidense. El tipo de cambio del yuan frente al euro bajó un  $0,3\%$  entre finales de junio y el 3 de agosto.

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 3 de agosto de 2005, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un  $1,2\%$  por encima del nivel de finales de junio y un  $1,2\%$  por debajo de la media del año 2004 (véase gráfico 28).

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*Los datos de la balanza de pagos hasta mayo del 2005 muestran un incremento de las exportaciones y las importaciones en términos nominales de la zona del euro en los últimos meses, tras la evolución más moderada observada a partir de finales del año 2004. El superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses se ha reducido con respecto al máximo registrado en el verano del 2004, debido a que las importaciones han aumentado de forma más vigorosa que las exportaciones. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera se situó en una posición cercana al equilibrio en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2005, ya que las entradas netas de inversiones de cartera se compensaron con salidas netas de inversiones directas.*

### BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Las exportaciones y las importaciones nominales de bienes y servicios han aumentado en los últimos meses, tras una evolución más moderada que se inició hacia finales del año anterior (véase gráfico 29). En el período comprendido entre marzo y mayo del 2005, la media móvil de tres meses de las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales fue un  $2,2\%$  más alta que en período de tres meses anterior, mientras que la cifra correspondiente a las importaciones fue del  $2,9\%$ . El comercio de bienes fue bastante vigoroso en abril y mayo, a diferencia del comercio de servicios, que fue relativamente débil.

**Cuadro 8 Comercio con países de fuera de la zona del euro y balanza por cuenta corriente**

(mm de euros; datos desestacionalizados)

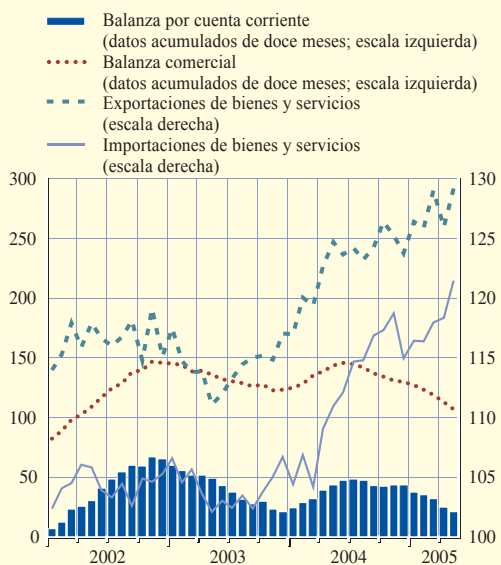
	2004				2005		
	I	II	III	IV	I	Abr	May
Exportaciones de bienes <sup>1)</sup>	92,8	95,6	96,3	97,2	97,2	99,3	100,7
de las cuales:							
a Estados Unidos	14,2	14,6	14,4	14,6	14,5	14,9	15,0
al Reino Unido	16,6	16,8	17,2	17,1	16,7	16,6	17,4
a los nuevos Estados miembros de la UE	10,4	10,5	10,4	11,0	11,0	11,3	11,1
a Asia, excluido Japón	15,5	15,7	16,2	15,8	16,4	17,1	16,4
Importaciones de bienes <sup>1)</sup>	84,1	87,7	92,4	93,5	92,5	95,0	97,5
de las cuales:							
de Estados Unidos	8,8	9,9	9,6	9,6	9,7	9,9	9,9
del Reino Unido	11,3	11,5	12,5	12,0	11,8	12,4	12,4
de los nuevos Estados miembros de la UE	9,0	8,8	8,9	9,2	9,0	9,3	10,1
de Asia, excluido Japón	18,9	21,0	22,3	22,8	22,2	23,4	24,0
Exportaciones de servicios <sup>2)</sup>	28,4	29,7	29,9	29,8	31,0	28,4	28,2
Importaciones de servicios <sup>2)</sup>	26,5	27,3	27,3	27,6	28,3	26,7	27,7
Balanza por cuenta corriente <sup>2)</sup>	4,8	5,5	1,3	2,8	1,0	0,8	0,9

Fuentes: 1) Eurostat; 2) BCE.

Nota: Los datos se refieren al valor medio mensual durante el trimestre correspondiente.

**Gráfico 29 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro**

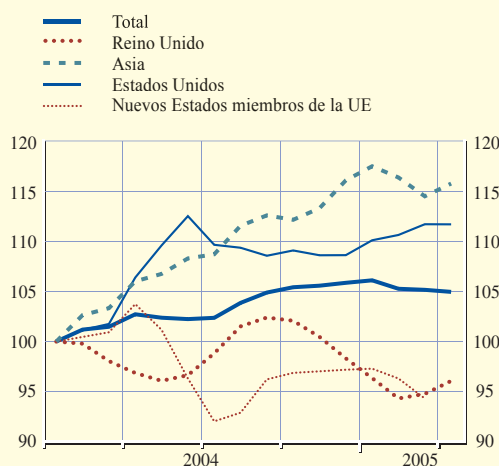
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

**Gráfico 30 Importaciones reales procedentes de algunos socios comerciales**

(índice: enero 2004 = 100; medias móviles de tres meses desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a abril del 2005, salvo en el caso de los nuevos Estados miembros de la UE, en los que los datos más recientes corresponden a marzo de ese año.

Por lo que se refiere a la distribución regional del comercio, el reciente repunte de las exportaciones parece ser bastante generalizado. En particular, el incremento de las exportaciones a Estados Unidos, Reino Unido, Asia excluido Japón y, en menor medida, a los nuevos Estados miembros de la UE ha favorecido el aumento de las exportaciones nominales de bienes en los dos primeros meses del segundo trimestre del 2005 (véase cuadro 8). El incremento de las importaciones nominales de bienes de la zona del euro también ha sido bastante generalizado en lo que respecta a su distribución geográfica.

La desagregación de las importaciones nominales en volúmenes y precios que presenta Eurostat, indica que, a partir del 2004, las importaciones procedentes de Asia y Estados Unidos han registrado un sólido crecimiento en términos reales, al tiempo que se han reducido las provenientes del Reino Unido y de los nuevos Estados miembros de la UE (véase gráfico 30). Esta evolución es coherente con las variaciones de los precios relativos, sobre todo, con la anterior apreciación del euro frente al dólar estadounidense. No obstante, la debilidad de las importaciones procedentes de los nuevos Estados miembros de la UE a partir de mayo del 2004 también podría guardar relación con problemas estadísticos presentes en el momento de su adhesión, que pueden ir desapareciendo paulatinamente.

El superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulado en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2005 ascendió a 20,9 mm de euros, es decir, al 0,3% del PIB, aproximadamente. Esta cifra representa casi la mitad del superávit de 43,6 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 29). El descenso tuvo su origen principalmente en una caída (de 40,8 mm de euros) del superávit de la balanza de bienes, que se compensó, en parte, con una reducción (de 16,1 mm de euros) del déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, con un incremento del superávit de la balanza de servicios.

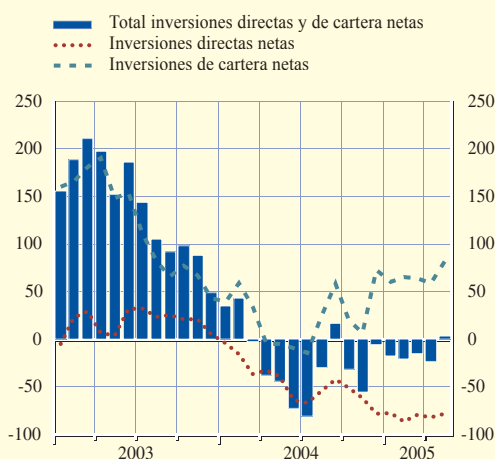
### CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera se situó en una posición cercana al equilibrio en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2005, frente a las salidas netas de 43,9 mm de euros registradas en el período de doce meses anterior (véase gráfico 31). Esta evolución tuvo su origen en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera, que compensó con creces un incremento de las salidas netas de inversiones directas en el mismo período.

El aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2005 es atribuible, en su mayor parte, a un incremento de las compras netas de valores de la zona del euro por no residentes en la zona. El aumento de las salidas netas de inversiones directas refleja, principalmente, un incremento de las inversiones de los residentes en la zona del euro en valores de renta variable extranjeros. Los datos sobre la distribución geográfica de la cuenta financiera de la zona del euro indican que, concretamente, las salidas de inversiones directas hacia los centros extraterritoriales aumentaron en los doce meses transcurridos hasta marzo del 2005 en comparación con el mismo período del año anterior.

**Gráfico 31** 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.

## ARTÍCULOS

# LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO



*La Unión Económica y Monetaria necesita normas fiscales que garanticen la aplicación de políticas presupuestarias sostenibles. Estas políticas promueven la estabilidad, el crecimiento y la cohesión de la zona del euro, y también respaldan la política monetaria en su tarea de mantener la estabilidad de precios. En este contexto, en este artículo se analiza y se realiza una valoración de la reciente reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).*

*Las modificaciones de las medidas preventivas del PEC, que inciden en el proceso de supervisión y en la consecución de objetivos sólidos a medio plazo, pueden contribuir a reforzar el marco del Pacto, haciéndolo más adaptable a las circunstancias concretas de cada país y haciendo un llamamiento más explícito a los Estados miembros para que agilicen sus esfuerzos de saneamiento presupuestario en épocas de bonanza económica. No obstante, estas modificaciones también reducen la claridad y la simplicidad de las normas, y no abordan de manera específica las limitaciones de los incentivos en caso de cumplimiento.*

*Las modificaciones de las medidas correctoras, que tienen por objeto evitar los déficit excesivos y asegurar que se corrijan con celeridad en caso de que se produzcan, conceden más importancia a la flexibilidad y la discreción a la hora de someter a los países al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo y de exigir una acción correctora rápida. En opinión del Consejo de Gobierno del BCE, los cambios introducidos en las medidas correctoras conllevan el riesgo de que el PEC resulte debilitado, y por este motivo recomendó no modificar estas medidas y expresó su seria preocupación al respecto en su declaración del 21 de marzo de 2005.*

*Ahora que el Consejo ECOFIN ha acordado un nuevo marco, las consecuencias de la reforma del PEC dependerán de cómo se apliquen. Los Estados miembros, la Comisión y el Consejo ECOFIN deben responder a los importantes retos presupuestarios futuros a corto y largo plazo, entre los que se incluyen la rápida corrección de los desequilibrios presupuestarios existentes, la reducción de la deuda, y reformas para afrontar las presiones presupuestarias que surgirán como consecuencia del envejecimiento de la población. Al aplicar el nuevo marco, es esencial que desde el principio se establezcan los precedentes adecuados. La aplicación rigurosa y coherente de las normas revisadas favorecería la disciplina fiscal y contribuiría a restaurar la credibilidad del marco presupuestario de la UE y la confianza en políticas presupuestarias prudentes.*

### I INTRODUCCIÓN

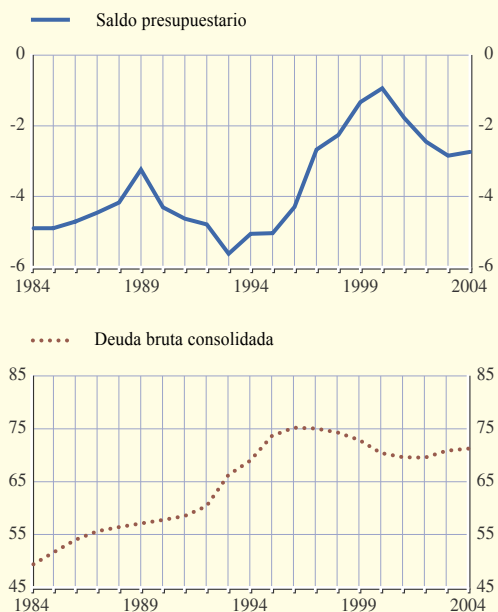
Una unión monetaria que funciona correctamente exige no sólo una política monetaria orientada a la estabilidad, sino también la observancia de la disciplina fiscal entre los países que la integran. En reconocimiento de esto, el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado) incluye disposiciones relativas a la supervisión y la coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros de la UE. En particular, en el Tratado figura que los Estados miembros de la UE evitarán los déficit públicos excesivos, y establece un procedimiento aplicable en casos de déficit excesivo (PDE), con el fin de evitar y corregir tales déficit en caso de que se produzcan. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptado en 1997 y formado por dos Reglamentos del Consejo y una Resolución del Consejo Europeo, trataba de reforzar el

marco fiscal del Tratado implantando normas y procedimientos más detallados de supervisión presupuestaria, y agilizando y clarificando la aplicación del Pacto.

Entre mediados y finales de la década de los noventa, los Estados miembros de la zona del euro hicieron considerables progresos en el saneamiento de su situación presupuestaria al tratar de cumplir los criterios de convergencia para la adopción del euro. Sin embargo, desde 1999, la evolución de dicha situación ha sido bastante dispar (véase gráfico 1), y aunque los déficit no han retornado a los muy elevados niveles de principios de los años noventa y tampoco se ha vuelto a observar el rápido aumento de las ratios de deuda de esos años, el saneamiento presupuestario se ha frenado o incluso se ha invertido en la mayor parte de los países de la zona. Al principio, una coyuntura económica relativamente favorable

### Gráfico I Saldo presupuestario y deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; datos anuales)



Fuente: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

ocultó esta situación, pero como consecuencia de la recesión económica que comenzó en el 2001, los saldos presupuestarios se deterioraron en seguida y un número creciente de Estados miembros empezaron a correr el riesgo de incurrir en déficit excesivos. Al mismo tiempo, el Consejo ECOFIN no siempre aplicó las normas y los procedimientos del PEC con rigurosidad, y en noviembre del 2003 acordó no actuar en relación con las recomendaciones de la Comisión de recurrir a las medidas previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en lo que respecta a Francia y Alemania y, en su lugar, adoptó «conclusiones» que dejaban en suspenso los procedimientos a condición de que los países afectados hicieran determinados compromisos. Posteriormente, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas anuló estas conclusiones, aunque también ratificó la prerrogativa del Consejo ECOFIN para actuar con discreción en la aplicación del procedimiento.

El deterioro de la situación de las finanzas públicas en los últimos años y la creciente reticencia a se-

guir normas y procedimientos acordados socavó la confianza en el marco presupuestario de la UE e intensificó las críticas vertidas contra el PEC desde su concepción. En este contexto, en junio del 2004, el Consejo Europeo hizo pública una declaración en la que instaba a que se formularan propuestas para reforzar y clarificar la aplicación del PEC. En septiembre del 2004, la Comisión hizo pública una comunicación en la que presentaba sus ideas para «reforzar la gobernanza económica y clarificar la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento». Tras un intenso debate sobre las sugerencias planteadas por la Comisión y los países miembros, el 20 de marzo de 2005, el Consejo ECOFIN adoptó un informe sobre «la mejora de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», que incluía propuestas de reforma que posteriormente fueron refrendadas por el Consejo Europeo. En la actualidad, el informe del Consejo ECOFIN forma parte del Pacto y actualiza y completa la anterior Resolución del Consejo Europeo. También se han introducido las modificaciones correspondientes en los Reglamentos del Consejo.

Durante los debates sobre la reforma del PEC, el BCE subrayó de manera sistemática la necesidad de disponer de un marco presupuestario sólido en la UEM. Tras la adopción del informe del Consejo ECOFIN, el Consejo de Gobierno del BCE hizo pública una declaración, y el BCE emitió dictámenes sobre las propuestas de modificación de los Reglamentos del Consejo planteadas por la Comisión (véase recuadro 1).

En el presente artículo se explica con más detalle la opinión del BCE acerca de la reciente reforma del PEC. En la sección 2 se recoge una breve descripción general de las principales modificaciones. En la sección 3 se realiza una valoración de estas modificaciones, y en la sección 4 figuran algunas observaciones sobre los retos que ha de afrontar el marco revisado en los meses y años venideros.

## 2 ASPECTOS PRINCIPALES DE LA REFORMA

La reforma del PEC introduce varias modificaciones en el marco original. Según el informe del Consejo ECOFIN del 20 de marzo, estos cambios tie-



## Recuadro I

**DECLARACIÓN DEL CONSEJO DE GOBIERNO DE 21 DE MARZO DE 2005**

«El Consejo de Gobierno del BCE se muestra seriamente preocupado por la modificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento propuesta. Ha de evitarse que la modificación de las medidas correctoras socave la confianza en el marco presupuestario de la Unión Europea y la sostenibilidad de las finanzas públicas de los Estados miembros de la zona del euro. Por lo que se refiere a las medidas preventivas recogidas en el Pacto, el Consejo de Gobierno toma asimismo nota de algunas modificaciones propuestas, que resultan acordes con un posible reforzamiento del mismo.

Las políticas presupuestarias saneadas y una política monetaria orientada a la estabilidad de precios son fundamentales para el éxito de la Unión Económica y Monetaria, y constituyen una condición previa para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión en la zona del euro. Es indispensable que los Estados miembros, la Comisión Europea y el Consejo de la Unión Europea apliquen el marco revisado de una forma rigurosa y coherente que propicie políticas fiscales prudentes.

Resulta especialmente importante que, en particular en las actuales circunstancias, todas las partes afectadas asuman sus respectivas responsabilidades. El público y los mercados pueden tener la seguridad de que el Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de cumplir el mandato de mantener la estabilidad de precios».

**Dictámenes del BCE de 3 de junio de 2005 sobre las modificaciones a los Reglamentos 1466/97 y 1467/97 del Consejo<sup>1</sup>**

En sus dictámenes, el BCE no hizo comentarios sobre disposiciones concretas de las normas propuestas, pero expresó su opinión de manera más general. En ambos Dictámenes se argumentaba lo siguiente:

«Las políticas presupuestarias saneadas son fundamentales para el éxito de la unión económica y monetaria y son condición previa para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión de la zona del euro. El marco fiscal consagrado en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento es la piedra angular de la UEM, y, por lo tanto, esencial para afianzar las expectativas de disciplina presupuestaria. Este marco basado en reglas, que pretende asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a la vez que permite suavizar las fluctuaciones del producto mediante la aplicación de estabilizadores automáticos, debe seguir siendo claro, sencillo y exigible. El cumplimiento de estos principios facilitará además la transparencia y la igualdad de trato en la aplicación del marco».

1 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento inicial estaba formado por los siguientes textos: (i) Reglamento (CE) n° 1466/97 del Consejo, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas (la vertiente preventiva); (ii) Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, relativo a la aceleración y la clarificación del procedimiento de déficit excesivo (la vertiente correctora); (iii) Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, adoptada en Ámsterdam el 17 de junio de 1997. Estos instrumentos se completaron con un código de conducta sobre el contenido y el formato de los programas de estabilidad y convergencia, cuya última versión fue aprobada por el Consejo ECOFIN el 10 de julio de 2001. El PEC reformado se compone del informe del Consejo ECOFIN de 20 de marzo de 2005, junto con la Resolución del Consejo Europeo de junio de 1997 que el informe actualiza y completa, y los Reglamentos 1466/97 y 1467/97 del Consejo, modificados por los Reglamentos 1055/2005 y 1056/2005 del Consejo, con el fin de tomar en consideración los puntos fundamentales del informe del Consejo ECOFIN. El código de conducta anteriormente mencionado también está siendo actualizado.

Además, en su Dictamen sobre el Reglamento 1466/97 del Consejo, el BCE «apoya el objetivo de mejorar la supervisión y la coordinación de las políticas económicas con el fin de lograr y mantener objetivos a medio plazo que aseguren la sostenibilidad de las finanzas públicas». En su Dictamen sobre el Reglamento 1467/97 del Consejo, el BCE reitera «que el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo debe ser creíble y efectivo como garantía frente a finanzas públicas insostenibles dentro de unos plazos estrictos». El BCE también subrayó que «la aplicación rigurosa y coherente de los procedimientos de supervisión y del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo favorecería políticas fiscales prudentes».

nen por objeto mejorar la gobernanza, reforzar las medidas preventivas y mejorar la aplicación de las medidas correctoras.

#### MODIFICACIONES DE LAS MEDIDAS PREVENTIVAS

Las medidas preventivas del PEC se rigen por el Reglamento 1466/97 del Consejo (modificado por el Reglamento 1055/2005 del Consejo), relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas. En cumplimiento de las medidas preventivas, los Estados miembros presentan programas de estabilidad o de convergencia en los que especifican sus planes presupuestarios a medio plazo. De conformidad con el Pacto original, los Estados miembros debían tratar de ajustarse al objetivo a medio plazo de alcanzar situaciones presupuestarias «próximas al equilibrio o con superávit». Si bien el citado Reglamento no establecía la trayectoria de ajuste a seguir para la consecución de este objetivo, el Eurogrupo acordó, en octubre del 2002, que todos los Estados miembros de la zona del euro que no hubieran alcanzado tal situación debían mejorar sus saldos presupuestarios subyacentes al menos el 0,5% del PIB por año<sup>1</sup>. Posteriormente, el Consejo ECOFIN aclaró que esta mejora debía medirse por los cambios en el saldo ajustado de ciclo, mientras que la aplicación de medidas excepcionales debía considerarse caso por caso<sup>2</sup>.

La reforma introduce varias modificaciones en las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en lo que respecta al marco y a los progresos hacia situaciones presupuestarias saneadas a medio plazo.

#### DEFINICIÓN DEL OBJETIVO PRESUPUESTARIO A MEDIO PLAZO

Cada Estado miembro presentará su propio objetivo presupuestario a medio plazo en su programa de estabilidad o de convergencia, que será sometido a la valoración del Consejo ECOFIN. Estos objetivos a medio plazo específicos serán diferentes para cada país, y se podrá exigir una situación próxima al equilibrio o con superávit en función de la deuda y del crecimiento potencial en ese momento. También se han de tomar en consideración los pasivos implícitos en cuanto se hayan establecido los criterios y las posibilidades para alcanzar el citado objetivo. Los objetivos presupuestarios a medio plazo deben perseguir tres metas, a saber, mantener un margen de seguridad en lo que respecta al valor de referencia del PIB del 3% para la ratio de déficit público, asegurar que se avanza con rapidez hacia unas finanzas públicas sostenibles y, teniendo esto en cuenta, dejar un margen de maniobra fiscal, sobre todo con el fin de tomar en consideración las necesidades de inversión pública. Para los Estados miembros de la zona del euro y los que participan en el MTC II, la gama de objetivos a medio plazo específicos para cada país se situará, en términos ajustados de ciclo y una vez aplicadas las medidas excepcionales y temporales, entre el -1% del PIB y una situación «de equilibrio o con superávit». Estos objetivos se revisarán cuando se realice una reforma estructural importante y, en cualquier caso, cada cuatro años.

1 Véase el informe del Eurogrupo sobre evolución presupuestaria de la zona del euro de 7 de octubre de 2002.

2 Véase el informe del Consejo ECOFIN sobre refuerzo de la coordinación de las políticas presupuestarias de marzo del 2003.

### LA TRAYECTORIA DE AJUSTE PARA LA CONSECUCCIÓN DEL OBJETIVO PRESUPUESTARIO A MEDIO PLAZO

Los Estados miembros que aún no han alcanzado sus objetivos presupuestario a medio plazo deben adoptar las medidas de saneamiento adecuadas para lograrlo. Estas medidas deben tener mayor alcance en épocas de bonanza económica, y podrían ser más limitadas en momentos adversos. Las épocas de bonanza económica se definen como «períodos en los que el PIB supera su nivel potencial, tomando en consideración las elasticidades fiscales». A modo de referencia, los Estados miembros de la zona del euro y del MTC II deberían tratar de lograr un ajuste mínimo anual en términos ajustados de ciclo, una vez aplicadas las medidas excepcionales y temporales, del 0,5% del PIB. Los Estados miembros que no sigan la trayectoria de ajuste establecida deben explicar los motivos por los que se han apartado de la misma en las actualizaciones anuales de sus programas de estabilidad y de convergencia. La Comisión debe elaborar «informes de asesoramiento» con el fin de animar a los Estados miembros a no desviarse de la senda de ajuste.

### REFORMAS ESTRUCTURALES

Al definir la trayectoria de ajuste hacia la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo o permitir que los Estados miembros se desvíen temporalmente de este objetivo si ya lo han alcanzado, se tendrá en cuenta si se han introducido reformas estructurales importantes. Sin embargo, únicamente se tomarán en consideración las reformas que causan efectos directos de ahorro de costes a largo plazo, incluso incrementando el crecimiento potencial y, por consiguiente, que tengan un impacto positivo verificable en la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Por otra parte, debe preservarse un margen de seguridad con respecto al valor de referencia del 3%, y se espera que la situación presupuestaria retorne al objetivo a medio plazo dentro del periodo de vigencia del programa. Se prestará especial atención a las reformas de las pensiones mediante la introducción de un sistema multipilares que incluya un pilar obligatorio totalmente financiado. Los Estados miembros que realicen tales reformas podrán desviarse de la trayec-

toria de ajuste hacia su objetivo presupuestario a medio plazo o del objetivo mismo, y la desviación reflejará el coste neto de la reforma para el pilar sometido a gestión pública, a condición de que la desviación sea temporal y se mantenga un margen de seguridad adecuado con respecto a la proporción de déficit público del valor de referencia, el 3% del PIB.

### MODIFICACIONES DE LAS MEDIDAS CORRECTORAS

Las medidas correctoras del PEC se rigen por el artículo 104 del Tratado y por el Reglamento 1467/97 del Consejo (modificado por el Reglamento 1056/2005 del Consejo) relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo. Las fases iniciales del procedimiento se refieren a la identificación de déficit excesivos. El procedimiento se inicia mediante la elaboración de un informe por parte de la Comisión (de conformidad con el apartado 3 del artículo 104) cuando un déficit público supera el valor de referencia del 3% del PIB, y puede comenzarse asimismo si la deuda en relación con el PIB excede del valor de referencia del 60% y «no está disminuyendo lo suficiente ni aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio». No obstante, el Tratado también estipula que los déficit por encima del 3% no se consideran «excesivos», siempre que el incumplimiento sea de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales.

Cuando el Consejo ECOFIN decide (de conformidad con el apartado 6 del artículo 104) que existe un déficit excesivo, el procedimiento establece una serie de fases a seguir que deberían intensificar las presiones para que el Estado miembro afectado emprenda acciones efectivas para corregir el déficit excesivo. En cada fase, el Consejo ECOFIN adopta los actos jurídicos necesarios a partir de las recomendaciones de la Comisión. El proceso se inicia con una recomendación del Consejo ECOFIN (de conformidad con el apartado 7 del artículo 104) dirigida al Estado miembro en cuestión para que adopte medidas para poner fin a la situación de déficit excesivo. A continuación se supervisa el cumplimiento de la recomendación del Consejo y, en caso de que no se adopten medidas o de que no sean efectivas, el Estado miembro recibirá una

«advertencia» (de conformidad con el apartado 9 del artículo 104) para que adopte medidas con miras a poner remedio a la situación. Por norma general, el incumplimiento de la advertencia debería llevar a la imposición de sanciones (de conformidad con el apartado 11 del artículo 104), incluida la exigencia de que el Estado miembro afectado efectúe un depósito sin devengo de intereses que en última instancia se convertiría en una multa en caso de persistir la situación de incumplimiento.

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha modificado algunos aspectos del procedimiento de déficit excesivo.

#### **NUEVA DEFINICIÓN DE LA EXPRESIÓN «RECESIÓN ECONÓMICA GRAVE»**

De conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento original, un déficit público superior al valor de referencia del 3% del PIB podía considerarse «excepcional» si era consecuencia de una recesión económica grave, que se definía como una reducción del PIB real anual de al menos el 2%. Una caída entre el 0,75% y el 2% también podía considerarse excepcional si se disponía de otra evidencia que lo corroborara, sobre todo como consecuencia de la brusquedad de la recesión o de la pérdida acumulada de producto en relación con tendencias anteriores. Con arreglo al Pacto revisado, una recesión económica grave se definirá como una tasa de crecimiento interanual del PIB real negativa o una pérdida acumulada de producto durante un periodo prolongado de crecimiento interanual del PIB real muy bajo en relación con el crecimiento potencial.

#### **«OTROS FACTORES PERTINENTES»**

El apartado 3 del artículo 104 del Tratado especifica que al elaborar el informe que constituye la primera fase de un procedimiento de déficit excesivo, la Comisión debe tener en cuenta «todos los demás factores pertinentes, incluida la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro». No obstante, ni en el Tratado ni en el PEC se explicaba con más detalle cuáles podrían ser los demás factores pertinentes. Ahora se ha acordado que entre los factores pertinentes que influyen en la situación económica a medio plazo se incluyen, en particular, el crecimiento poten-

cial, las condiciones cíclicas imperantes, el cumplimiento de la agenda de Lisboa y la implantación de políticas que fomenten la investigación y el desarrollo y la innovación, al tiempo que los avances relevantes en la situación presupuestaria a medio plazo incluyen, en particular, las medidas de saneamiento presupuestario en épocas de bonanza económica, la sostenibilidad de la deuda, las inversiones públicas y la calidad general de las finanzas públicas. Además, deben tomarse en consideración aquellos otros factores que, en opinión del Estado miembro de que se trate, sean pertinentes para una valoración exhaustiva del exceso con respecto al valor de referencia en términos cualitativos. Se tendrán especialmente en cuenta las medidas presupuestarias encaminadas a incrementar o mantener un nivel elevado de aportaciones económicas para promover la solidaridad internacional y lograr los objetivos políticos europeos, entre los que destaca la unificación de Europa, en caso de que causen un efecto perjudicial en el crecimiento y en la carga fiscal del Estado miembro. Al valorar si un déficit superior al 3% del PIB es un déficit excesivo, los demás factores pertinentes sólo se considerarán si el déficit público se mantiene próximo al valor de referencia y el exceso con respecto a dicho valor es temporal. Si el Consejo ECOFIN ha decidido que existe un déficit excesivo, los demás factores pertinentes se tendrán en cuenta al elaborar recomendaciones o al formular advertencias al Estado miembro de que se trate.

#### **REFORMAS DE LAS PENSIONES**

Para los Estados miembros cuyo déficit supere el valor de referencia del 3% del PIB pero se sitúe próximo a este valor, la Comisión y el Consejo ECOFIN también tomarán en consideración el coste de la reforma de las pensiones introduciendo un sistema multipilares que incluya un pilar obligatorio totalmente financiado. Se tendrá especialmente en cuenta el coste neto de la reforma para el pilar sometido a gestión pública, lo que se llevará a cabo de manera decreciente durante un periodo de cinco años. Estas reformas también se considerarán al valorar si un déficit excesivo se ha corregido y si se ha reducido de manera sustancial y continua, alcanzando un nivel próximo al valor de referencia.

### MAYOR ATENCIÓN A LA DEUDA Y A LA SOSTENIBILIDAD

El marco de supervisión de la deuda debe reforzarse mediante la aplicación de un concepto de ratio de deuda pública que «esté disminuyendo lo suficiente y aproximándose al valor de referencia a un ritmo satisfactorio» en términos cualitativos, teniendo en cuenta la situación macroeconómica y la evolución de la deuda. Para los Estados miembros cuya deuda exceda del valor de referencia del 60% del PIB, el Consejo ECOFIN formulará recomendaciones sobre la evolución de la deuda en sus dictámenes sobre los programas de estabilidad y convergencia.

### AMPLIACIÓN DE LOS PLAZOS PARA CORREGIR LOS DÉFICIT EXCESIVOS

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento original establecía que la corrección de un déficit excesivo debía «llevarse a cabo en el año siguiente a su identificación, salvo en caso de que concurren circunstancias especiales», pero no especificaba cuáles podrían ser estas «circunstancias especiales». Tras la reforma, el plazo inicial para corregir un déficit excesivo debería continuar siendo, por norma general, el «año siguiente a su identificación». No obstante, al establecer este plazo y determinar si concurren circunstancias especiales que justifiquen su ampliación en un año, habría que tener en cuenta una valoración general imparcial de los «demás factores pertinentes» mencionados anteriormente. Por otra parte, el plazo inicial de corrección debería fijarse de forma que el Estado miembro con déficit excesivo tenga que conseguir una mejora anual mínima de su saldo presupuestario ajustado de ciclo del 0,5% del PIB, como valor de referencia, una vez aplicadas las medidas excepcionales y otras medidas temporales. El plazo inicial puede ser objeto de revisión si el Consejo ECOFIN vuelve a formular una recomendación o una advertencia, lo que puede suceder si se producen acontecimientos económicos adversos inesperados con un importante impacto presupuestario negativo, y si se han adoptado medidas efectivas en cumplimiento de una recomendación o una advertencia anteriores.

### AMPLIACIÓN DE LOS PLAZOS DEL PROCEDIMIENTO

También se han ampliado algunos de los plazos del procedimiento, entre los que se incluye el plazo para que el Consejo ECOFIN formule una recomendación dirigida al Estado miembro con déficit excesivo (que se amplía de tres a cuatro meses a partir de la fecha de notificación del déficit excesivo), el plazo para que se adopten medidas efectivas en respuesta a una recomendación del Consejo ECOFIN (que se amplía de cuatro a seis meses), el plazo para que éste formule una advertencia si se constata que no se han adoptado medidas efectivas en respuesta a su recomendación (que se amplía de uno a dos meses), y el plazo para adoptar medidas efectivas en respuesta a una advertencia (que se amplía de dos a cuatro meses).

### GOBERNANZA

Los Estados miembros, la Comisión y el Consejo ECOFIN tienen responsabilidades distintas en cuanto a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y todos realizaron compromisos específicos en relación con la Resolución del Consejo Europeo anteriormente mencionada. Los Estados miembros son responsables de la gestión de sus propias políticas presupuestarias, pero se han comprometido a seguir estas políticas de forma acorde con los objetivos del Pacto y las recomendaciones del Consejo ECOFIN. La Comisión tiene derecho exclusivo a tomar la iniciativa y presentar recomendaciones para la adopción de medidas formuladas por el Consejo ECOFIN, y se ha comprometido a ejercer este derecho de forma que facilite el funcionamiento estricto, oportuno y efectivo del Pacto. Por último, el Consejo ECOFIN es el responsable, en última instancia, de exigir la aplicación del Pacto, y tiene cierto margen de discreción al respecto, pero se ha comprometido a velar por el cumplimiento riguroso y oportuno de todos los aspectos del Pacto.

Sin modificar esta división básica de responsabilidades, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento incluye algunas sugerencias para mejorar su gobernanza, haciendo un llamamien-

to a una mayor cooperación entre los Estados miembros, la Comisión y el Consejo ECOFIN, así como a una mejora del apoyo y la vigilancia mutuos. También insta a que se desarrollen normas fiscales nacionales, a la continuidad de los objetivos presupuestarios cuando un nuevo gobierno asume el poder y a una mayor participación de los parlamentos nacionales. Además, subraya la importancia de disponer de previsiones macroeconómicas y estadísticas presupuestarias fiables.

### **3 VALORACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DEL BCE**

#### **JUSTIFICACIÓN DE LAS NORMAS FISCALES EN LA UEM**

La justificación principal para imponer limitaciones a las políticas fiscales mediante normas reside en la tentación que pueden sentir los Gobiernos de gastar más de lo que pueden y trasladar la carga a los futuros contribuyentes. Si esta situación no se vigila, se traduce en un sesgo deficitario en el que déficit elevados conducen a niveles de deuda en aumento que pueden ensombrecer de manera permanente las perspectivas económicas. Un déficit y una deuda elevados provocan una subida de los tipos de interés a largo plazo y una caída de la inversión privada, ya que compiten por el ahorro privado. Esto puede llevar a una pérdida permanente de producción a largo plazo.

Las políticas fiscales también pueden influir en la ejecución de la política monetaria. En particular, déficit elevados pueden provocar presiones inflacionistas y sobre la demanda, lo que podría obligar a las autoridades responsables de la política monetaria a mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel superior al que habría sido necesario en otras circunstancias. Las políticas fiscales también pueden socavar la confianza en una política monetaria orientada a la estabilidad si los agentes privados empiezan a pensar que un endeudamiento público excesivo se financiará, en última instancia, mediante la creación de dinero, y, por lo tanto, ajustan sus expectativas de inflación en consecuencia.

En una unión monetaria entre Estados soberanos es probable que se exacerbe el sesgo deficitario de la política fiscal. La adopción de una moneda común elimina el riesgo de tipo de cambio y la prima de riesgo de tipo de interés asociada entre los países participantes, atemperando la disciplina que habitualmente ejercen los mercados financieros sobre las actuaciones presupuestarias de los Gobiernos. A medida que aumenta la integración de los mercados financieros nacionales, los emisores soberanos pueden recurrir a un mercado de capitales más amplio y más líquido que abarca toda la unión monetaria. Un Gobierno que aumenta su déficit podrá financiar el gasto complementario con más facilidad porque el coste del endeudamiento adicional, plasmado en unos tipos de interés más elevados, se distribuye, al menos en parte, entre todos los países del área monetaria<sup>3</sup>. En consecuencia, los efectos de contagio del gasto deficitario de un país determinado a otros países también son mayores en la UEM, lo que contribuye a que las políticas fiscales de los Estados miembros participantes sean, no mayor motivo, causa de preocupación común.

Otra justificación de las normas fiscales es crear un margen para que la política presupuestaria estabilice el producto y evite las políticas procíclicas. En particular, los estabilizadores automáticos, que son el resultado de las fluctuaciones cíclicas de los ingresos y el gasto públicos y que aparecen de manera «automática» y oportuna en el transcurso del ciclo económico, han demostrado ser efectivos para suavizar las fluctuaciones del producto y de la demanda. En una unión monetaria, la importancia de la política fiscal como instrumento para suavizar las fluctuaciones del producto a escala nacional es incluso mayor como consecuencia de la desaparición de las políticas monetarias nacionales. Los tipos de interés de la zona del euro no pueden adaptarse a la situación económica nacional, al tiempo que los estabilizadores automáticos pueden ayudar a contrarrestar cualquier efecto excesivamente

3 Véase el artículo titulado «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2004.

contractivo o expansivo en la demanda interna<sup>4</sup>. Sin embargo, si los déficit y la deuda son elevados, el incremento resultante del déficit puede mermar la confianza en la solidez futura de las finanzas públicas, lo que podría llevar a los agentes a ahorrar más y, de este modo, compensar el impacto de los estabilizadores automáticos.

El Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento establecen un marco basado en normas que aspira a conseguir unas políticas fiscales sostenibles y orientadas a la estabilidad. La vertiente preventiva del Pacto prescribe la senda para aplicar políticas fiscales sólidas en torno a las cuales pueden operar los estabilizadores automáticos, al tiempo que la vertiente correctora pretende evitar «errores políticos graves» al disuadir a los Estados miembros de incurrir en déficit excesivos y exigir su rápida corrección en caso de que se produzcan. En particular, el límite del 3% para los déficit debe proporcionar un nivel mínimo de disciplina fiscal en la UEM, y, por consiguiente, afianzar las expectativas de sostenibilidad de las finanzas públicas. Teniendo presentes estas limitaciones, que no sólo son en beneficio de la zona del euro en su conjunto, sino también en el de los Estados miembros individuales, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento es plenamente coherente con la soberanía nacional y no restringe dicha soberanía en lo que respecta a las políticas presupuestarias.

#### PRINCIPIOS DE BUENAS NORMAS FISCALES EN LA UEM

Las normas fiscales no son prerrogativa de la UEM. Algunos países dentro y fuera de la UE han adoptado diversas normas fiscales. A medida que se ha adquirido más experiencia en la aplicación de estas normas, se pueden extraer importantes lecciones en lo que respecta a los principios que deben observarse para que sean efectivas. Las normas fiscales deben sustentarse en razonamientos económicos sólidos. En particular, deben ser adecuadas en el sentido de que se ajustan a los objetivos que pretenden conseguir, y han de ser acordes con el marco más amplio de política económica. También han de ser lo bastante flexibles como para permitir respuestas políticas apropiadas a

acontecimientos excepcionales fuera del control de los Gobiernos. Es improbable que las normas fiscales que no son coherentes con opciones racionales de política económica recaben suficiente apoyo público y compromiso político para garantizar su viabilidad a largo plazo.

Al mismo tiempo, las normas fiscales deben ser claras y de cumplimiento obligatorio, lo que exige transparencia y un nivel adecuado de simplicidad. La supervisión del cumplimiento de las normas ha de ser relativamente sencilla si éstas han de servir de mecanismo disciplinario eficaz. La contabilidad y la medición deben ser fiables. Asimismo, el incumplimiento ha de conllevar consecuencias suficientemente previsibles y graves si se pretende que tenga un efecto disuasorio. Por otra parte, las normas fiscales deben ser comprendidas con facilidad, ya que esto amplía los incentivos para aplicar políticas fiscales sólidas resultantes de la disciplina externa ejercida por los mercados financieros y el público en general. En el marco multilateral de la UEM, la necesidad de garantizar un trato equitativo entre los Estados miembros proporciona una justificación más de la necesidad de disponer de normas simples, claras y de cumplimiento obligatorio.

Obviamente, los principios descritos anteriormente a menudo conllevan concesiones. En particular, un mayor grado de flexibilidad puede ir en detrimento de la simplicidad y de la claridad. Esto se ve claramente en la formulación original del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las dos vertientes principales del Pacto tienen por objeto combinar normas relativamente flexibles y procedimientos «suaves» de supervisión fiscal, en el ámbito de las medidas preventivas, con normas más estrictas y procedimientos «más rigurosos» cuando sea necesario para definir, evitar y corregir los déficit excesivos al aplicar las medidas correctoras. Aunque la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no ha cambiado, en lo esencial, esta «estructura de dos vertientes», el énfasis relativo en lo que

4 Véase el artículo titulado «Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2002.

respecta a los distintos principios que caracterizan a las buenas normas fiscales se ha modificado considerablemente.

### LAS MEDIDAS PREVENTIVAS: UNA APROXIMACIÓN MÁS SOFISTICADA A LA SUPERVISIÓN FISCAL

Los cambios introducidos en las medidas preventivas tienen por objeto abordar diversas críticas al marco original, entre las que se incluye la desaprobación del objetivo presupuestario de «un modelo único para todos» los Estados miembros, habida cuenta de las diferencias en el crecimiento, en la deuda y en los retos relacionados con el envejecimiento, así como el argumento de que era necesario reforzar los incentivos para aplicar políticas de carácter contracíclico y que promuevan el crecimiento.

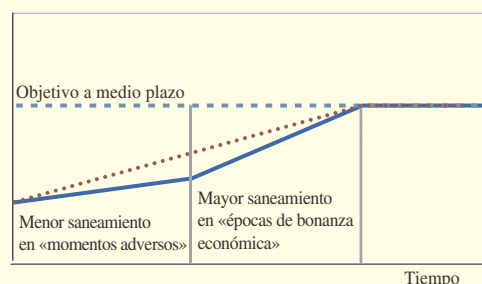
Las modificaciones en la definición de los objetivos adecuados de la política presupuestaria a medio plazo hacia una mayor especificidad por países se basan en la consideración de que las diferencias en el crecimiento potencial, en la deuda y en los pasivos implícitos exigen distintos objetivos de déficit. Además, se pretende reforzar los incentivos para emprender importantes reformas estructurales, que podrían dar lugar a la revisión de los objetivos presupuestarios a medio plazo con el fin de establecer objetivos menos ambiciosos si tales reformas amplían las perspectivas de sostenibilidad. La trayectoria de ajuste necesaria para alcanzar el objetivo presupuestario a medio plazo también se ha revisado de una forma que, en principio, debería desalentar políticas fiscales procíclicas y propiciar la adopción de medidas de carácter estructural en lugar de medidas excepcionales o temporales que no tienen un impacto positivo a largo plazo en las finanzas públicas.

En el gráfico 2 se muestra cómo podrían funcionar, en la práctica, la trayectoria de ajuste y la modificación de las medidas de saneamiento en épocas de bonanza económica y en momentos adversos para la economía. Se parte de una desviación con respecto al objetivo presupuestario a medio plazo e, inicialmente, el PIB se sitúa por debajo de su potencial (los «momentos adversos» se definen como una diferencia negativa entre el PIB observado y el potencial). Asimismo, se supone

**Gráfico 2 Trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo**

(saldo presupuestario ajustado del impacto del ciclo)

— Trayectoria de ajuste  
 ..... Valor de referencia: ajuste anual del 0,5% del PIB



que se han adoptado ciertas medidas de saneamiento, pero por debajo del 0,5% del PIB, el valor de ajuste anual de referencia. Los esfuerzos de saneamiento habrían sido mayores durante el período posterior, en el que el PIB aumenta por encima de su nivel potencial a largo plazo (las «épocas de bonanza económica» se definen como una diferencia positiva entre el PIB observado y el potencial). Suponiendo que hay una simetría entre las épocas de bonanza económica y los momentos adversos, como en el gráfico 2, y que se identifican correctamente en tiempo real, los resultados de las medidas de saneamiento serían, en promedio, similares a los implícitos en el valor de referencia del 0,5%, pero la política fiscal habría tenido más margen para ajustar los esfuerzos de saneamiento a la coyuntura cíclica. En el recuadro 2 se describen las consecuencias del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo en la evolución de la deuda a largo plazo con arreglo a las medidas preventivas revisadas.

Uno de los inconvenientes de esta aproximación más sofisticada a la supervisión y la coordinación en materia fiscal que conllevan estas modificaciones es la dependencia de una serie de conceptos que plantean problemas de definición y medición. En particular, la incertidumbre a la que está sometida la medición de variables no observables como el PIB potencial, las diferencias entre el PIB observado y el potencial y los saldos presupuestarios ajustados de ciclo, podrían hacer que la valoración del cumplimiento con las exigencias de sanea-



## Recuadro 2

**SIMULACIONES DE LAS CONSECUENCIAS DE LA REFORMA DE LAS MEDIDAS PREVENTIVAS EN LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA**

Existen diversas maneras de analizar la dinámica de la deuda. Una de las más sencillas consiste en realizar una simulación de la evolución de la deuda pública en función de distintas tasas de crecimiento potencial y de supuestos sobre el déficit, lo que ayuda a apartarse de las variaciones a corto plazo de la deuda asociadas al ciclo económico y a concentrarse en las tendencias a largo plazo. La evolución de la deuda de un país puede expresarse mediante la siguiente ecuación:

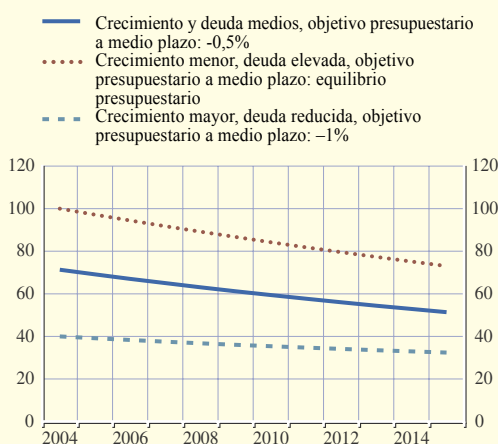
$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1 + y} + def_t$$

donde  $d$  representa la deuda en relación con el PIB, que depende de  $y$ , el crecimiento del producto nominal,  $def$ , el déficit en relación con el PIB, y su nivel previo.

Este enfoque puede utilizarse para realizar una simulación del impacto del cumplimiento de las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sobre la deuda. El grado de consecución del objetivo presupuestario a medio plazo, la deuda inicial y el supuesto de crecimiento influyen en la evolución de la deuda en el tiempo<sup>1</sup>. El gráfico ilustra cómo podría evolucionar la deuda en escenarios empíricos que, en general, abarcan las diversas situaciones económicas y presupuestarias de los países de la zona del euro, y muestra que en un país caracterizado por una deuda inicial elevada y un crecimiento reducido, incluso en caso de que cumpla un objetivo a medio plazo de equilibrio presupuestario, únicamente se observa una lenta disminución de la deuda. En este escenario, la deuda pública no llegaría al umbral del 60% ni al cabo de 15 años. Un país con una deuda inicial y un crecimiento económico que se corresponden con el promedio de la zona del euro en el 2004 alcanza una deuda inferior al 60% del PIB una vez transcurridos seis años, y se reduce hasta aproximadamente el 50% del PIB en 15 años si cumple con un objetivo presupuestario a medio plazo del  $-0,5\%$  del PIB. Por último, un objetivo presupuestario a medio plazo del  $-1\%$  del PIB mantiene la deuda prácticamente estable en un país que parte de una deuda reducida y un crecimiento elevado. La conclusión más reseñable de estas sencillas simulaciones es que incluso si el objetivo presupuestario a medio plazo se cumple en todo momento, la deuda disminuirá con bastante lentitud en los países con niveles elevados de endeudamiento.

**Gráfico Simulación del efecto del cumplimiento del objetivo presupuestario a medio plazo en la evolución de la deuda pública**

(en porcentaje del PIB)



1 La simulación se basa en una tasa de crecimiento nominal de la zona del euro del 3,9%, y en una deuda en relación con el PIB del 71,3%, de conformidad con las Previsiones Económicas de la Comisión Europea de primavera del 2005. Un crecimiento elevado se refiere a la tasa de crecimiento de la zona más el 1%, y un crecimiento reducido a la tasa de crecimiento de la zona del euro menos el 1%. Se supone que la deuda se sitúa en el 100% en un país con una deuda elevada, en el 71,3% en un país con una deuda media y en el 40% en un país con una deuda reducida. La simulación también supone que no se han producido ajustes entre déficit y deuda.

servado y el potencial y los saldos presupuestarios ajustados de ciclo, podrían hacer que la valoración del cumplimiento con las exigencias de saneamiento en épocas de bonanza económica y en momentos adversos resulte muy difícil en la práctica. La experiencia ha demostrado que las diferencias negativas entre el PIB observado y potencial tienden a predominar en las valoraciones ex ante de la situación económica de los países (rara vez suele considerarse que una época es de bonanza económica). Por ello, existe el riesgo de que se observen pocos casos de un ajuste considerable por encima del 0,5% del PIB, y más en los que los planes de ajuste quedan por debajo de este valor de referencia. Los resultados dependerán, en gran medida, de la calidad del cálculo de las variables subyacentes en tiempo real.

Debe prestarse especial atención a las dificultades de aplicación asociadas a las mayores diferencias entre los objetivos presupuestarios a medio plazo de los distintos países y a las disposiciones más flexibles en relación con las desviaciones de estos objetivos. Disponer de más libertad de acción para desviarse de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit implica que podrían reducirse los márgenes de seguridad en lo que respecta al valor de referencia del 3% del PIB, incrementando el riesgo de incurrir en déficit excesivos. También es probable que surjan importantes problemas de medición al tratar de valorar los costes y los beneficios presupuestarios de las reformas estructurales. A menudo, los efectos cuantitativos concretos de las reformas específicas resultan difíciles de estimar ex post, y mucho más ex ante. Además, no existe una correspondencia clara entre saneamiento presupuestario y reformas estructurales, sino que la experiencia de varios países indica que lo más conveniente es implantar medidas de saneamiento presupuestario y reformas estructurales de forma paralela como parte de una estrategia económica integral<sup>5</sup>. En este contexto, las reformas estructurales pueden incluso estimular la demanda y, a su vez, las finanzas públicas, si inspiran confianza y provocan respuestas favorables del lado de la oferta.

En general, la aproximación más sofisticada a la supervisión que ha introducido la reforma puede reforzar las medidas preventivas si las modifica-

ciones van acompañadas de una reafirmación del compromiso de cumplir y exigir el cumplimiento de las normas. Sin embargo, se ha de prestar especial atención a la posible pérdida de claridad y simplicidad, lo que puede dificultar la observancia de un trato equitativo y dar lugar a la posibilidad de una implantación menos rigurosa.

### **LAS MEDIDAS CORRECTORAS: MAYOR FLEXIBILIDAD Y DISCRECIÓN**

Aunque la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento preserva los aspectos esenciales del marco, como los valores de referencia del 3% y el 60%, respectivamente, para el déficit y la deuda, ha introducido notables modificaciones en el funcionamiento de las medidas correctoras. Cierta grado de flexibilidad y discreción han sido siempre inherentes al marco jurídico e institucional de la UE en el que se basa el Pacto. No obstante, cuando el Pacto se firmó por primera vez, los Estados miembros, la Comisión y el Consejo ECOFIN se comprometieron a cumplir rigurosamente con un límite de déficit claro y sencillo. Este compromiso se consideró necesario para promover la credibilidad y el efecto disuasorio del Pacto. La reforma de las medidas correctoras constituye un paso hacia unos criterios más flexibles y hacia una mayor relevancia de la discreción. En consecuencia, las decisiones adoptadas en el contexto del procedimiento pueden tornarse menos estrictas y estar más condicionadas al criterio de las partes involucradas.

En principio, las nuevas normas flexibilizan las condiciones para mejorar la supervisión en el procedimiento de déficit excesivo. La modificación de la cláusula sobre circunstancias excepcionales y la elaboración de una larga lista de «otros factores pertinentes» aumentan la probabilidad de que los déficit por encima del valor de referencia no se consideren excesivos, aunque se entiende que tales situaciones de incumplimiento han de continuar siendo de escasa importancia y temporales. Por otra parte, las modificaciones de las disposiciones dan más libertad de acción dentro del plazo estable-

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

cido para corregir déficit excesivos, incluso si se mantiene el plazo «normal» de dos años («el año siguiente a su identificación»). Actualmente también hay más margen para conceder un plazo adicional para corregir un déficit excesivo.

El impacto de estas modificaciones de las medidas correctoras dependerá de su aplicación. Para ilustrar este punto, en el recuadro 3 se describen escenarios hipotéticos «rigurosos» y «flexibles» y las

consecuencias, potencialmente muy distintas, de estos escenarios en la evolución de la deuda. En principio, la reforma del Pacto no impone mayor flexibilidad en la aplicación de las normas y procedimientos que antes. Sin embargo, podría contribuir a que esto suceda, lo que llevaría a que los déficit superiores al 3% del PIB sean más elevados, más frecuentes y/o más persistentes, causando con ello un efecto adverso en las expectativas de disciplina fiscal y de estabilidad macroeconómica.

### Recuadro 3

#### ESCENARIOS DE APLICACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO REVISADO Y CONSECUENCIAS PARA LA DEUDA PÚBLICA

En el gráfico A se muestran dos escenarios con la evolución del déficit como consecuencia del incumplimiento del valor de referencia del 3%. Cabe destacar que no se presentan previsiones sino escenarios hipotéticos que pretenden ilustrar la amplia variedad de resultados posibles, y, con ello, la importancia de una aplicación rigurosa del procedimiento de déficit excesivo en aras de la prudencia fiscal.

##### Escenario «riguroso»:

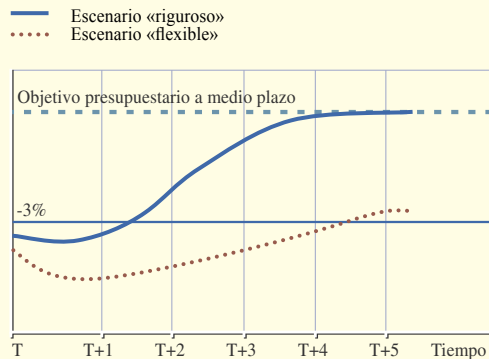
- En el año T, un Estado miembro registra un déficit que excede del valor de referencia del 3%. Esta situación se observa en el año T+1, y se llega a la conclusión de que el exceso no se debe a circunstancias excepcionales. Tampoco se constata que haya «otros factores pertinentes» que aclaren los motivos del incumplimiento ni circunstancias especiales que justifiquen una ampliación del plazo de corrección. Por lo tanto, el Consejo ECOFIN formula una recomendación al Estado miembro en cuestión para que corrija su déficit excesivo en el año siguiente a su identificación.
- El Estado miembro adopta medidas presupuestarias efectivas y cumple la recomendación, corrigiendo su déficit excesivo en el año T+2.
- Tras corregir el déficit excesivo, el Estado miembro trata de conseguir un ajuste de su saldo presupuestario ajustado de ciclo, una vez aplicadas las medidas temporales, de al menos el 0,5% del PIB anual, y alcanza una situación presupuestaria próxima al equilibrio a medio plazo que posteriormente se mantiene.

##### Escenario «flexible»:

- En el año T, un Estado miembro registra un déficit que excede del valor de referencia, el 3%. Tal circunstancia se observa en el año T+1, pero se llega a la conclusión de que la situación de incumplimiento es de escasa importancia, temporal y que se debe a «otros factores pertinentes».
- En el año T+1, la situación presupuestaria se deteriora más y en el año T+2 se decide que existe un déficit excesivo. Sin embargo, dado que una mejora del saldo presupuestario ajustado de ciclo del 0,5% del PIB parece insuficiente para corregir el déficit en el año siguiente a su identificación (año T+3), el Consejo ECOFIN considera que concurren circunstancias especiales y decide ampliar el plazo inicial hasta el año T+4.
- El Estado miembro no adopta medidas efectivas, y el déficit excesivo no se corrige en el año T+4. En consecuencia, el Consejo ECOFIN formula una advertencia al Estado miembro con el fin de que adopte medidas para corregir la situación en el año T+5.

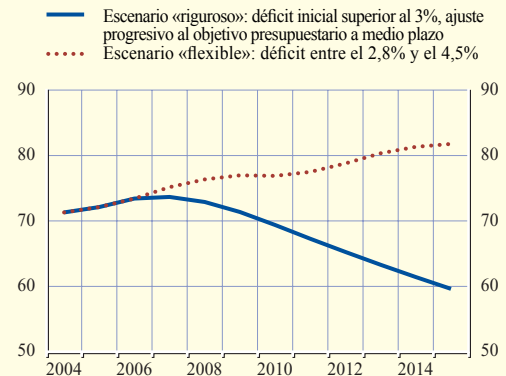
**Gráfico A Escenarios de aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento**

(en porcentaje del PIB)



**Gráfico B Simulación de dos escenarios de comportamiento en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y su efecto en la deuda pública**

(en porcentaje del PIB)



- El Estado miembro cumple la advertencia, y en el año T+5 corrige su déficit excesivo. Se evita la imposición de sanciones y se pone fin al procedimiento de déficit excesivo.
- Posteriormente habría que avanzar hacia una situación presupuestaria saneada a medio plazo con arreglo a la trayectoria de ajuste prescrita para la consecución del objetivo presupuestario a medio plazo. No obstante, dada la falta de un margen de seguridad adecuado, no puede descartarse que se produzcan nuevos casos de incumplimiento del valor de referencia en el supuesto de que la evolución económica y/o fiscal sea adversa.

En el gráfico B se presenta una simulación de las consecuencias de estos dos escenarios en la evolución de la deuda. En ambos escenarios, el punto de partida se corresponde con el promedio de la deuda en relación con el PIB de la zona del euro, el 71,3%, y el déficit inicial excede del 3% del PIB. Se supone que el crecimiento económico se mantiene en el promedio de la zona del euro durante el horizonte de simulación. La línea inferior simula el escenario riguroso. En este escenario, la deuda aumenta inicialmente y al cabo de seis años cae por debajo del valor inicial. La línea superior simula el escenario flexible, en el que nuevas situaciones de incumplimiento y la persistencia de una aplicación poco rigurosa llevan a un déficit que oscila entre un nivel justo por debajo del 3% y ligeramente por encima de este valor (en este caso, el 4,5% del PIB). En este escenario, la deuda aumenta constantemente. Son concebibles muchas variaciones de este escenario, por ejemplo, unas medidas de saneamiento más ambiciosas podrían reducir la deuda, o, alternativamente, la evolución de la deuda podría tornarse más negativa si el crecimiento económico fuera inferior al promedio de la zona del euro y el déficit más elevado.

### GOBERNANZA: POCAS MODIFICACIONES INSTITUCIONALES

La necesidad de mejorar la gobernanza del PEC, incluidos los incentivos para cumplir y exigir el cumplimiento de las normas, ha sido ampliamente reconocida. Una crítica habitual es que los Estados miembros pueden ser reacios a cumplir rigurosamente las normas por las consecuencias que ello puede tener en las valoraciones futuras de sus propias políticas. Otra crítica se refiere a que, de

conformidad con el sistema de votación actual, una minoría de países (incluidos aquellos con déficit excesivos) pueden bloquear los procedimientos y, con ello, dificultar su aplicación rigurosa. La reforma no ha introducido cambios institucionales fundamentales a este respecto.

No obstante, existe una nueva disposición que permite que la Comisión formule una advertencia sobre la política seguida, al tiempo que fuera del ámbito de la reforma del Pacto también se están

considerando e implantando mejoras muy necesarias en el marco institucional de gobernanza estadística. Al mismo tiempo, a la vista de la dispersión de los posibles resultados que se muestra en el recuadro 2, la mayor sofisticación de las nuevas normas y la mayor relevancia de la discreción y del criterio económico requerirá que mejore la cooperación y la «vigilancia mutua» con el fin de aplicar los procedimientos de manera efectiva.

Una causa de incertidumbre guarda relación con el impacto de la reforma en el cumplimiento. Por un lado, al afrontar determinadas críticas y adoptar normas que son más fáciles de respetar, la reforma podría reforzar el compromiso político y la disposición a observar dichas normas. Por otro, la relativa complejidad de las normas, la flexibilización de los criterios para determinar la existencia de un déficit excesivo y las menores perspectivas de sanciones reducirán el coste para la reputación que entraña la aplicación de políticas presupuestarias poco sólidas. Además, la mayor complejidad de las normas también puede tener consecuencias para la supervisión de las políticas fiscales por parte de los mercados financieros y el público en general.

#### 4 RETOS QUE HA DE AFRONTAR EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO REFORMADO

La reforma del PEC se ha llevado a cabo en un momento en el que las políticas fiscales de la zona del euro afrontan importantes retos a corto y largo plazo. Desde 1999, las medidas de saneamiento presupuestario se han reducido o incluso se han cancelado en muchos países de la zona del euro. El conjunto de la zona del euro ha registrado déficit próximos al 3% del PIB en los tres últimos años, como consecuencia de desequilibrios presupuestarios considerables o incluso severos en algunos países miembros que han persistido durante unos años y que, en algunos casos, están empeorando. Actualmente, cinco de los doce Estados miembros de la zona del euro están sujetos a procedimientos de déficit excesivo, y sólo unos pocos han conseguido alcanzar o mantener situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. Por otra parte, la deuda de la zona del euro ha aumentado, y un número creciente de países ha

#### Déficit y deuda en relación con el PIB de la zona del euro en el 2004

(en porcentaje del PIB)

	Déficit	Deuda
Bélgica	0,1	95,6
Alemania	-3,7	66,0
Grecia	-6,1	110,5
España	-0,3	48,9
Francia	-3,7	65,6
Irlanda	1,3	29,9
Italia	-3,0	105,8
Luxemburgo	-1,1	7,5
Países Bajos	-2,5	55,7
Austria	-1,3	65,2
Portugal	-2,9	61,9
Finlandia	2,1	45,1
Zona del euro	-2,7	71,3

Fuente: Comisión Europea, previsiones económicas de primavera del 2005.

incumplido el valor de referencia del 60% en los últimos años (véase cuadro). Los déficits excesivos son un factor de peso en esta evolución adversa de la deuda. No obstante, en algunos países, un crecimiento reducido del PIB, que en ciertos casos refleja un descenso del crecimiento potencial, también ha causado un impacto negativo en la dinámica de la deuda. La consecuencia de esto es que el mantenimiento de los déficits por debajo del valor de referencia del 3% del PIB no será suficiente para estabilizar la deuda, al tiempo que los incumplimientos constantes del valor de referencia constituyen un riesgo manifiesto para la sostenibilidad presupuestaria.

La panorámica actual de las políticas fiscales apunta a que será necesario adoptar nuevas medidas en muchos países si han de cumplir el nuevo marco. La mayor parte de las previsiones relativas a las políticas fiscales, incluidas las de la Comisión, indican que las políticas y los planes presupuestarios actuales no serán suficientes para corregir los desequilibrios de la manera adecuada. Los Estados miembros con déficit excesivos en estos momentos corren el riesgo de no respetar los plazos de corrección fijados por el Consejo ECOFIN. Además, pocos Estados miembros cumplirían con el valor de referencia del 0,5% de la trayectoria de ajuste hacia las situaciones presupuestarias saneadas a medio plazo que prescriben las normas revisadas. La deu-

da en relación con el PIB continúa aumentando en la mayor parte de los países con niveles actualmente por encima del 60%, y la deuda se encuentra en una clara trayectoria a la baja en sólo uno de los países con una deuda en relación con el PIB próxima al 100%.

Dado que, en la mayor parte de los países, el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas empezará a notarse en los próximos 10 a 20 años, la necesidad de realizar progresos en la reducción de la deuda es aún más urgente. La cuantificación de este impacto es muy incierta, ya que las proyecciones a muy largo plazo son extremadamente sensibles a los supuestos en los que se basan. No obstante, el trabajo emprendido por el Comité de Política Económica de la UE, en el que participan representantes de todos los Estados miembros, de la Comisión y del BCE, apuntan a que, para el 2050, la carga que representará el gasto relacionado con el envejecimiento de la población para el conjunto de la zona del euro podría incrementarse en torno al 5% del PIB. En algunos países de la zona, este aumento podría situarse próximo al 10% del PIB o por encima de este valor. Es esencial reducir rápidamente los elevados niveles de deuda si esta carga ha de soportarse sin necesidad de realizar ajustes presupuestarios sustanciales y potencialmente distorsionantes. En algunos países, la reducción de la deuda debe ir acompañada de reformas fiscales integrales. Esto contribuirá a contener el coste del gasto relacionado con el envejecimiento de la población y, en términos más generales, a mejorar la calidad de las finanzas públicas y, con

ello, su contribución a la estabilidad y al crecimiento a largo plazo.

De medio a largo plazo, el éxito de la reforma del PEC dependerá de si salvaguarda el objetivo subyacente de aplicar políticas fiscales sostenibles que contribuyan de manera efectiva al crecimiento, a la estabilidad y a la cohesión de la zona del euro. A tal fin, el marco presupuestario revisado debe proporcionar los incentivos adecuados para estas políticas que inviertan la tendencia actual de déficit elevados y deuda en aumento, y favorecer la convergencia de la deuda hasta situarse en niveles más moderados.

La aplicación del procedimiento de déficit excesivo y la supervisión fiscal en los próximos meses servirán para someter a prueba la efectividad del nuevo marco por primera vez. Debe darse prioridad total a la corrección a tiempo de los déficit excesivos existentes y a los nuevos progresos para conseguir situaciones presupuestarias saneadas a medio plazo. Unas medidas de saneamiento presupuestario ambiciosas y creíbles aumentarían considerablemente la confianza de las empresas y los consumidores, sobre todo si se implantan como parte de una estrategia de reforma económica global.

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ofrece una oportunidad para reafirmar el compromiso de aplicar y exigir el cumplimiento de políticas fiscales firmes que aborden los retos presupuestarios a corto y a largo plazo. Es necesario aplicar las normas revisadas con rigurosidad y coherencia con el fin de respaldar la credibilidad del marco presupuestario de la UE y la confianza en políticas fiscales prudentes.

# EL PAPEL DE LAS «ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA» EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

*En los 15 últimos años, las «economías emergentes» de Asia<sup>1</sup> se han desarrollado con rapidez, sobrepasando al resto del mundo, tanto en el crecimiento del producto como en el de las exportaciones. Con ello, estas economías han contribuido significativamente al incremento de la actividad económica y del comercio internacional a escala mundial. En este proceso, la estructura económica y comercial y los patrones de inversión han experimentado una considerable transformación. La mayor especialización intrarregional ha propiciado un aumento del comercio y la inversión en toda la región. La creciente importancia de las economías emergentes de Asia en la economía mundial se ha visto respaldada por una sólida competitividad que tiene su origen en diversos factores. Cabe destacar especialmente el caso de China y, en menor medida, de India. China ha registrado las tasas más altas de crecimiento del producto y de las exportaciones en los 15 últimos años y desempeña un papel cada vez más destacado como motor del crecimiento a escala regional y mundial.*

*Las economías emergentes de Asia han atraído un porcentaje de inversión directa extranjera (IDE) más elevado que cualquier otro grupo de mercados emergentes, así como una notable afluencia de inversiones de cartera y de recursos bancarios transfronterizos. Estas entradas de capital, sumadas a los superávits por cuenta de capital, cada vez más abultados, han dado lugar a una acumulación de reservas de divisas sin parangón en los últimos años.*

## I INTRODUCCIÓN

Los resultados logrados por las «economías emergentes de Asia» en los últimos años, en los que han concentrado proporciones cada vez mayores del producto real mundial y del comercio internacional, han sido sobresalientes. En todas estas economías, el proceso de desarrollo ha venido acompañado de una rápida transformación estructural que, a su vez, ha guardado una estrecha relación con los procesos de integración de los mercados tanto a nivel regional como mundial. Es de destacar que la crisis financiera que sufrió Asia en los años 1997-1998 no haya tenido un efecto negativo duradero en el crecimiento del producto real y las exportaciones de la región, como lo demuestra la solidez de la posterior recuperación. Además, los flujos financieros hacia estas economías emergentes aumentaron de forma paulatina pero constante después de la crisis, lo que les permitió volver a situarse enseguida por delante de todos los demás mercados emergentes. En los últimos años, las economías emergentes de Asia también se han convertido en importantes socios comerciales de la zona del euro: actualmente representan alrededor del 15% de la demanda exterior de la zona y aproximadamente el 18% de sus importaciones. Este grupo de economías ha atraído también un volumen cada vez mayor de los flujos de IDE procedentes

de los países de la zona del euro. El rápido crecimiento económico de China ha sido un factor fundamental para el dinamismo de la región. Hoy día, la economía china se ha convertido en uno de los motores de crecimiento más sólidos a escala regional y mundial y en el destino más importante para los flujos de IDE que se dirigen hacia los mercados emergentes. En este artículo se presenta una panorámica del papel cada vez más destacado de las economías emergentes de Asia en la economía mundial en los 15 últimos años. En la sección 2 se subraya la contribución de la región a la actividad económica mundial y al comercio internacional. En la sección 3 se examina la situación de la región en relación con los flujos de capital mundiales y se describen sus posiciones por cuenta corriente y los flujos financieros. En la sección 4 se analiza el proceso de integración regional y de regionalización de la actividad económica en las economías de este grupo con especial hincapié en la importante función que China ha terminado desempeñando en este proceso. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

<sup>1</sup> A los efectos del presente artículo, se consideran «economías emergentes de Asia» las siguientes: China, Hong Kong, India, Corea, Taiwán y los integrantes de la ASEAN-5, a saber, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.

## ARTÍCULOS

El papel de las «economías emergentes de Asia» en la economía mundial

### Cuadro 1 Renta per cápita<sup>1)</sup> de las economías emergentes de Asia

(dólares estadounidenses; ajustado por la PPA)

	Dólares corrientes			Dólares constantes 1995 = 100		
	1980	1990	2003	1980	1990	2002
China	220	320	1.100	708	1.482	4.054
Hong Kong	5.780	12.520	25.860	11.068	18.274	23.833
India	270	390	540	1.083	1.564	2.365
Corea	1.760	5.740	12.030	4.197	8.389	15.009
Taiwán <sup>2)</sup>	2.345	8.106	13.162	3.996	9.151	11.437
ASEAN-5						
Indonesia	500	620	810	1.346	2.087	2.857
Malasia	1.830	2.380	3.880	3.730	5.079	8.080
Filipinas	690	740	1.080	3.830	3.574	3.694
Singapur	4.830	11.840	21.230	8.926	13.435	21.296
Tailandia	720	1.520	2.190	2.291	4.116	6.208

Fuentes: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial y Banco Asiático de Desarrollo, *Key Indicators*.

1) Salvo indicación en contrario, renta nacional bruta per cápita estimada según el método del Atlas del Banco Mundial de conversión de los datos en moneda nacional en dólares estadounidenses corrientes.

2) Cálculos del BCE.

## 2 EL PAPEL DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL COMERCIO MUNDIALES

La presencia, cada vez más importante, de la región en la escena internacional ha venido acompañada de una notable transformación de sus economías. El aumento de los niveles de renta per cápita real ha tenido su origen, en diversa medida, en una rápida absorción de trabajadores por parte de la industria y el sector servicios, una población activa cada vez mejor formada, la rápida acumulación de capital y la modernización tecnológica para mejorar la eficiencia de los recursos. Desde una perspectiva de más largo plazo, la renta per cápita ha aumentado notablemente desde 1990 (véase cuadro 1). Considerando ésta en términos de dólares estadounidenses corrientes, pueden definirse inmediatamente tres grupos de economías diferenciadas: i) las ciudades más ricas de Hong Kong y Singapur, cuya renta per cápita fue superior a los 20.000 dólares en el año 2002; ii) las economías de Corea y Taiwán, en proceso de industrialización, que alcanzaron una renta per cápita de 10.000 a 15.000 dólares estadounidenses y, iii) las restantes economías de la región, con una renta per cápita igual o inferior a 4.000 dólares estadounidenses. Cabe señalar que, dentro de este último grupo, India sigue registrando

los niveles de renta per cápita más bajos, tanto en dólares corrientes como en dólares constantes, a pesar del rápido crecimiento económico que ha experimentado en los últimos años.

El crecimiento de las economías emergentes de Asia en los 15 últimos años ha sido notable. Durante este período, la expansión de dichas economías se ha producido a un ritmo más rápido que la media mundial, lo que les ha permitido incrementar su participación en el PIB mundial desde un 15%, aproximadamente, en 1990 hasta un 25% en el año 2004 (véase cuadro 2). Casi las tres cuartas partes de este incremento pueden atribuirse al comportamiento de la economía china, cuya participación en el producto mundial aumentó del 5,9% al 13,5% en ese mismo período. India y la subregión que integran los países de la ASEAN-5 también incrementaron su participación en el PIB mundial real desde el 3,6% y el 2,8% en 1990 hasta el 4,9% y el 3,7% en el 2004, respectivamente. Este crecimiento se produjo de forma bastante sostenida, mientras que la crisis asiática de los años 1997-1998 no tuvo efectos duraderos en la región.

Las exportaciones han sido el principal factor determinante del crecimiento de las economías emergentes de Asia. La participación de la región



**Cuadro 2 Participación de las economías emergentes de Asia en el PIB real y las exportaciones mundiales**

(en porcentaje del total mundial; ajustado por la PPA)

	Participación en el PIB real mundial				Participación en las exportaciones mundiales			
	1990	1995	2000	2004	1990	1995	2000	2004
<b>Economías emergentes de Asia</b>	<b>14,8</b>	<b>20,2</b>	<b>22,6</b>	<b>25,1</b>	<b>12,9</b>	<b>17,9</b>	<b>19,1</b>	<b>21,3</b>
China	5,9	9,3	11,5	13,5	1,9	2,9	3,9	6,9
Hong Kong	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	3,4	3,2	2,9
India	3,6	4,1	4,6	4,9	0,5	0,6	0,7	0,9
Corea	1,4	1,8	1,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,7
Taiwán	0,8	1,0	1,0	1,0	2,0 <sup>1)</sup>	2,2 <sup>1)</sup>	2,3 <sup>1)</sup>	1,9 <sup>1)</sup>
ASEAN-5	2,8	3,6	3,5	3,7	4,1	6,1	6,4	6,0
Indonesia	0,3	0,4	0,5	0,5	0,8	0,9	1,0	0,8
Malasia	0,2	0,2	0,3	0,2	0,9	1,5	1,5	1,5
Filipinas	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,6	0,5
Singapur	1,3	1,6	1,7	1,8	1,6	2,3	2,2	2,0
Tailandia	0,8	1,1	0,9	0,9	0,7	1,1	1,1	1,1

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* y *Direction of Trade Statistics* (salvo indicación en contrario).

1) Datos proporcionados por el Ministerio de Hacienda de Taiwán.

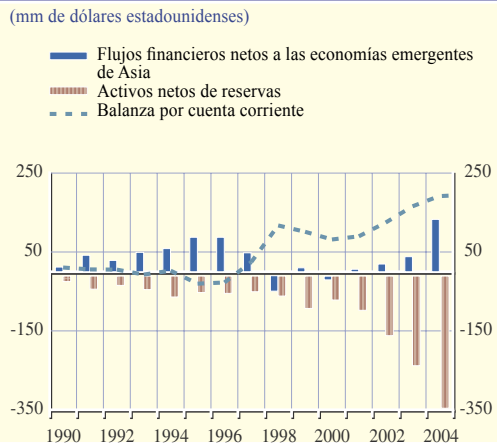
en las exportaciones mundiales totales aumentó del 13%, aproximadamente, en 1990 hasta más del 21% en el 2004 (véase cuadro 2). Alrededor del 60% de este incremento es atribuible al crecimiento de las exportaciones procedentes de China, que actualmente ocupa el tercer puesto en la lista de exportadores mundiales (la zona del euro y Estados Unidos ocupan los dos primeros).

Aunque las exportaciones de India todavía representan menos del 1% de las exportaciones mundiales totales, un rasgo diferenciado importante en este caso es el crecimiento de las exportaciones de servicios por oposición a las exportaciones de bienes. Las exportaciones de servicios representaron el 5,5% del PIB nominal y el 33% de las exportaciones totales de bienes y servicios en el 2004, frente al 1,5% y el 20%, respectivamente, registrados en 1990. La mayor parte de este crecimiento es atribuible a la subcontratación de operaciones comerciales internacionales por parte de empresas multinacionales de comunicaciones y tecnologías de la información. El objetivo de estas empresas es aprovechar los recursos relativamente abundantes y baratos que ofrece India en forma de personal titulado y especialistas en este tipo de tecnologías con un alto grado de capacitación y dominio del idioma inglés. A pesar del rápido crecimiento experimentado en los últimos años, en India los sectores de tecnologías de la información y activi-

dades transfronterizas constituyen todavía una parte relativamente pequeña de la economía. En el año 2003 representaron un 4,5% del PIB nominal y dieron trabajo aproximadamente a un millón de personas, de una población activa total de 482 millones.

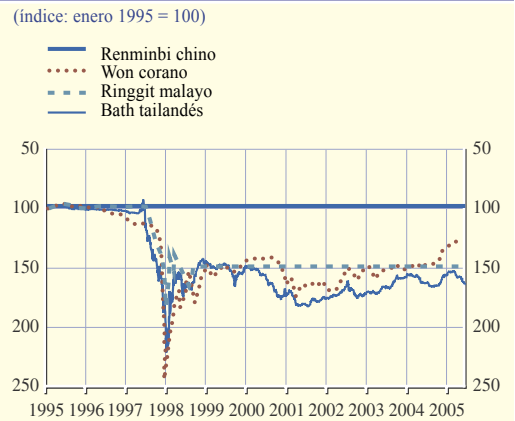
Las importaciones de las economías emergentes de Asia también han aumentado muy rápidamente desde los años noventa. La demanda de productos energéticos y no energéticos ha experimentado un acusado incremento en la región y China se ha convertido ahora en el segundo consumidor de energía del mundo. En China, aunque el carbón continúa siendo la principal fuente de energía para producir electricidad (el país concentra el 42% del consumo mundial de carbón), el petróleo está desplazándolo rápidamente. Como resultado, el consumo de crudo se ha triplicado desde 1985 (250 millones de toneladas en el año 2004) y los pagos por concepto de importaciones netas de crudo, que actualmente representan un 2,4% del PIB, se han multiplicado por ocho, con lo que el país se ha convertido en el tercer importador de este producto a escala mundial. Según indica la Agencia Internacional de la Energía, desde el año 2002, casi el 40% del incremento de la demanda mundial de petróleo es atribuible a China, con el consiguiente y notable impacto en los precios mundiales del crudo observado recientemente. La demanda, por

**Gráfico 1 Algunas partidas de la balanza de pagos de las economías emergentes de Asia**



Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y cálculos del BCE.  
 Nota: Un valor negativo indica un incremento de los activos netos de reserva.

**Gráfico 2 Tipos de cambio del dólar estadounidense frente a las monedas de algunas economías emergentes de Asia**



Fuente: Bloomberg.

parte de China, de acero y de todos los metales básicos que se negocian en los mercados internacionales es también muy fuerte. En el año 2003, el país concentraba ya una proporción significativa de la demanda mundial de mineral de hierro (34%), acero (27%), cobre (20%), aluminio (19%) y níquel (10%), mientras que en los tres últimos años, podría atribuirse a China más del 50% del crecimiento de la demanda mundial de todos esos metales.

Los excepcionales resultados obtenidos por las economías emergentes de Asia en términos de crecimiento del PIB y de las exportaciones guardan relación con los aumentos de eficiencia derivados de un proceso de creciente regionalización de la producción (véase sección 4). Este proceso ha contribuido a potenciar considerablemente la importancia del comercio intrarregional entre esas economías, cuya participación en el comercio total se ha incrementado entre el 10% y el 20% en los 15 últimos años. Si se consideran los saldos comerciales bilaterales frente a las tres economías más grandes, se observa que el superávit total de la región frente a la zona del euro ascendió, aproximadamente, a un 10% de sus intercambios comerciales bilaterales en el año 2003 en comparación con una posición próxima al equilibrio en 1990. Durante el mismo período, el

déficit de las economías emergentes de Asia frente a Japón se redujo ligeramente, del 10,1% al 8,8%, mientras que el superávit frente a Estados Unidos aumentó del 7,4% al 15,9% del comercio bilateral total.

### 3 LOS FLUJOS DE CAPITAL MUNDIALES Y LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Desde principios de la década de los noventa, las economías emergentes de Asia han atraído un gran volumen de flujos financieros netos, principalmente en forma de inversión directa extranjera (IDE), así como notables entradas de inversiones de cartera y de préstamos bancarios transfronterizos. Estas entradas de capital experimentaron un auge entre los años 1992 y 1996, como resultado de la combinación de dos factores: un crecimiento regional muy dinámico en un entorno de bajos tipos de interés en varios países industrializados y la apertura de la economía china (véase gráfico 1). Este ciclo inicial tuvo un brusco final al desencadenarse la crisis asiática en 1998, cuando la región registró una salida neta de capital equivalente a 50 mm de dólares estadounidenses. Desde el año 2001, las entradas netas de recursos financieros en las economías emergentes de Asia se han ido recuperando gradualmente y, en el 2004, la región cap-

**Cuadro 3 Tipos de cambio efectivos reales de las economías emergentes de Asia**(índice: 1990 = 100)<sup>1)</sup>

	1996	2000	2004
China	84,5	92,2	88,7
Hong Kong	133,8	144,0	114,7
India	77,1	78,0	77,9
Corea	98,7	84,7	84,2
Taiwán	95,4	91,2	75,6
ASEAN-5			
Indonesia <sup>2)</sup>	101,6	70,0	79,8
Malasia	106,1	87,6	80,5
Filipinas	113,5	87,7	88,6
Singapur	117,6	105,6	96,2
Tailandia	107,2	85,7	80,9

Fuentes: BPI y FMI, *International Financial Statistics* (salvo indicación en contrario).

1) Un aumento (una disminución) en el valor de esta variable representa una apreciación (depreciación) del tipo de cambio real.

2) Datos proporcionados por JP Morgan.

tó casi la mitad de los flujos financieros netos totales que recibieron los mercados emergentes.

Antes de la crisis financiera, las economías emergentes de Asia registraron saldos por cuenta corriente próximos al equilibrio y entradas netas de capital, lo cual es coherente con los patrones de crecimiento de la teoría económica convencional, que predice que los países en desarrollo han de convertirse en importadores netos de capital para financiar tasas de inversión más altas que sus tasas de ahorro.

Sin embargo, tras la crisis, la mayoría de estas economías han registrado superávit por cuenta corriente cada vez más grandes, debido a varios factores. En primer lugar, un auge de las exportaciones, favorecido por la fuerte depreciación nominal y real de la mayoría de las monedas asiáticas después de la crisis, y un aumento de la demanda mundial de exportaciones procedentes de Asia, especialmente de bienes relacionados con las tecnologías de la información. Desde que se produjo la crisis, la mayoría de los tipos de cambio de la región frente al dólar estadounidense se han mantenido muy por debajo de los niveles anteriores a 1997, a pesar del incremento de los superávits por cuenta corriente (véase gráfico 2), lo que ha permitido a las economías de la región mantener una notable ventaja competitiva, debido especialmente a que la mayo-

ría de las exportaciones de estas economías emergentes, incluso las que se dirigen a países distintos de Estados Unidos, se facturan en dólares estadounidenses. Los tipos de cambio efectivos reales también se han mantenido por debajo de los niveles previos a la crisis en todos los países, salvo en China e India (véase cuadro 3). En segundo lugar, la acusada caída de las tasas de inversión internas después de la crisis, combinada con unas tasas de ahorro elevadas y estables, hizo que se registraran abultados superávits por cuenta corriente. Otro factor presente en los últimos años ha sido el hecho de que muchos países de la región se han beneficiado también de la creciente demanda de bienes de capital y materias primas por parte de China y, como resultado, han visto aumentar considerablemente sus superávits comerciales con este país.

Los grandes superávits por cuenta corriente que registran las economías emergentes de Asia son, por supuesto, la contrapartida del déficit que presentan otras economías y podrían requerir un ajuste en el futuro. Los superávits por cuenta corriente reflejan también un exceso de ahorro interno respecto a las necesidades internas de inversión. De hecho, las tasas de ahorro de las economías emergentes de Asia son de las más altas del mundo y, según datos del FMI, crecieron desde el 31% del PIB nominal en el año 2000 hasta casi el 37% en el 2004, mientras que en Estados Unidos, el porcentaje que representa el ahorro bajó del 18% al 14% en el mismo período. El incremento de las tasas de ahorro en las economías emergentes de Asia es atribuible, en su mayoría, a China, en donde el ahorro creció del 38% del PIB nominal en el año 2000 al 50% en el 2004.

Además de los factores estructurales, el comportamiento de las exportaciones de la región ha obedecido en parte a la evolución del tipo de cambio efectivo real (TCER) de las monedas de la región en los 15 últimos años. En la mayoría de las economías emergentes de Asia ha bajado el TCER (véase cuadro 3). El alcance de la depreciación real varía, no obstante, de un país a otro y oscila entre el 10% y el 25%. El debilitamiento de las monedas ya era evidente en los países no pertenecientes a la ASEAN-5 a mediados de los años noventa, cuando China decidió abandonar su régimen de tipo de

**Cuadro 4 Reservas de divisas de los mercados emergentes**

(excluidos oro, DEG y posición de reserva en el FMI; tenencias a fin de período; mm de dólares estadounidenses)

	1995	1997	1998	2000	2002	2003	2004
China	74	140	145	166	286	403	610
Taiwán	90	84	90	107	162	207	242
Corea	32	20	52	96	121	155	199
Rusia	14	13	8	24	44	73	104
India	17	24	27	37	67	98	125
Hong Kong	55	93	90	108	112	118	124
Singapur	69	71	75	80	82	96	113
Malasia	23	20	25	29	33	44	58
México	16	27	30	36	46	56	61
Brasil	52	52	45	33	38	47	54
<b>Resto economías emergentes de Asia</b>							
Tailandia	35	26	28	32	38	41	48
Indonesia	13	16	22	28	31	35	35
Filipinas	6	7	9	13	13	14	13
<b>Reservas totales de las economías emergentes de Asia</b>							
	<b>414</b>	<b>501</b>	<b>563</b>	<b>695</b>	<b>946</b>	<b>1.211</b>	<b>1.567</b>
en porcentaje de las reservas mundiales	30	31	35	36	40	40	42
Pro memoria:							
Reservas mundiales	1.367	1.594	1.626	1.910	2.388	3.005	3.695
PIB de las economías emergentes de Asia	2.614	2.962	2.572	3.070	3.341	3.696	4.193
en porcentaje del PIB mundial	9	10	9	10	10	10	10

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics* y *Perspectivas de la Economía Mundial*, y cálculos del BCE.

cambio dual. Sin embargo, la magnitud de esas depreciaciones reales aumentó durante y después del período de la crisis financiera que sufrió Asia en los años 1997-1998. Aunque las monedas de China e India no experimentaron depreciaciones nominales significativas durante la crisis, sí han sufrido notables depreciaciones reales en los 15 últimos años. De hecho, desde 1990, el TCER de las monedas de estos dos países se ha depreciado un 11,3% y un 22,1%, respectivamente.

La combinación de superávit por cuenta corriente y de entradas netas de recursos financieros ha hecho que la mayoría de las monedas de la región se hayan visto sometidas a presiones alcistas que, en ocasiones, se han contrarrestado con intervenciones oficiales de gran envergadura en los mercados de divisas. Como resultado, se ha producido un aumento sin precedentes en la acumulación de reservas de divisas en todas las economías emergentes de Asia, que pasaron de 695 mm de dólares estadounidenses en el año 2000 a 1,6 billones en el 2004, lo que equivale a más del 40% de las reser-

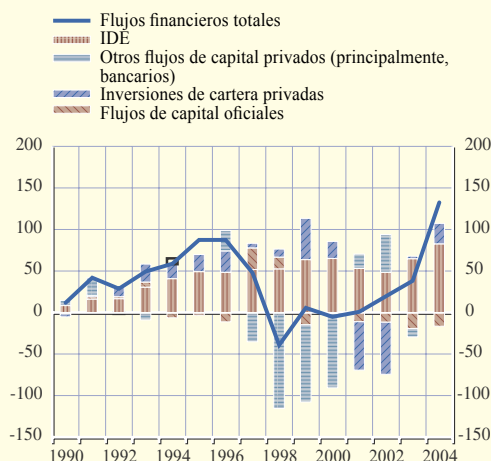
vas mundiales totales en poder de los bancos centrales. Dado que, en gran medida, las reservas oficiales se han reinvertido en el exterior, las economías emergentes de Asia se han convertido, de hecho, en exportadores netos de capital para el resto del mundo, a pesar de la gran afluencia de capital privado que ha experimentado la región (véase gráfico 1).

Dentro del grupo de mercados emergentes, siete de los diez principales tenedores de reservas de divisas son economías emergentes de Asia (véase cuadro 4). Los tres principales tenedores de la región (China, Taiwán y Corea) mantienen actualmente reservas suficientes para hacer frene a más de diez meses de importaciones y en cantidad muy superior al 100% de su deuda externa a corto plazo.

En lo que respecta a la composición de las entradas netas de capital privado en las economías emergentes de Asia, China ha sido el principal receptor de IDE, con un volumen equivalente, en promedio, al 66% de las entradas netas totales de

**Gráfico 3 Composición de los flujos financieros en las economías emergentes de Asia**

(mm de dólares estadounidenses)



Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial.

IDE en la región desde 1990. Pese a este elevado grado de concentración, la afluencia de IDE a muchas de las otras economías con altas tasas de crecimiento, como Singapur, Tailandia, Malasia e India, también ha aumentado considerablemente. Es interesante señalar que algunas de las economías más industrializadas, como Taiwán y Corea, también han sido proveedores de IDE para las economías menos desarrolladas de la región. Además, tras la pérdida de competitividad resultante de los diversos períodos de rápida apreciación del yen en las décadas de los ochenta y los noventa, Japón se ha convertido también en un importante proveedor de IDE para la región. A diferencia de las entradas de inversiones de cartera, los flujos de IDE se mantuvieron relativamente estables durante la crisis asiática de 1997-1998 y comenzaron a crecer de nuevo poco después de superada ésta (véase gráfico 3).

Las entradas de inversiones de cartera y los préstamos bancarios transfronterizos han sido una importante fuente de financiación para las economías asiáticas con la excepción de China. Las entradas de inversiones de cartera han sido especialmente importantes en India y Corea, en donde, en cifras netas anuales, estas inversiones se han situado en promedio en torno a 3,1 mm y 7,9 mm de dólares

estadounidenses, respectivamente, desde 1990. En ambos casos, una parte considerable de estas entradas han tenido su origen en las campañas de privatización y en la adquisición de grandes cantidades de acciones de empresas privadas nacionales por parte de inversores extranjeros. En Corea, por ejemplo, este tipo de adquisiciones experimentaron un auge tras la crisis asiática, como consecuencia de la liberalización de las leyes que regulaban la participación extranjera en el capital de las empresas.

Los préstamos bancarios transfronterizos, a los que estadísticamente se hace referencia casi siempre con la partida «otros flujos (de capital) privados» (véase gráfico 3) eran particularmente importantes para Tailandia, Indonesia, India y Corea antes de la crisis asiática. Sin embargo, este tipo de financiación fue uno de los que sufrió con mayor virulencia las consecuencias del cambio de sentido de los flujos financieros entre 1997 y 1998.

Los flujos incluidos en esta categoría registraron una salida de más de 200 mm de dólares estadounidenses en los tres años siguientes a 1997 y, hasta hace muy poco, no han comenzado a retornar a los niveles observados antes de la crisis.

#### 4 INTEGRACIÓN REGIONAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El proceso de integración económica regional en Asia lleva en marcha varias décadas, pero se ha acelerado en los diez últimos años con la aparición en escena de China como uno de los principales interlocutores económicos. Durante una gran parte de la década de los ochenta, Japón fue la fuerza impulsora de esa integración, en la medida en que las empresas japonesas llevaron a cabo una relocalización a gran escala de las inversiones en el sector manufacturero en el resto de Asia, especialmente en el sudeste asiático y, posteriormente, en China. Un motivo fundamental de este proceso fue el interés de Japón en salvaguardar su competitividad en términos de costes, tras una fuerte apreciación del yen y la subida de los salarios reales y los precios del suelo en los años ochenta. Otras economías en proceso de industrialización, como Taiwán, Corea y Hong Kong, siguieron el

**Cuadro 5 Participación porcentual de las economías de Asia en el comercio total según la CUCI**

	Exportaciones: maquinaria y equipo de transporte	Importaciones: maquinaria y equipos de transporte	Exportaciones: productos electrónicos y de telecomunicaciones	Importaciones: productos electrónicos y de telecomunicaciones
China	45	45	36	29
Hong Kong	50	51	45	44
Taiwán	52	42	41	28
Corea	63	34	37	22
Singapur	61	59	51	40
Malasia	54	58	50	45
Indonesia	16	26	13	6

Fuente: CEIC.

Nota: Todos los datos corresponden al año 2004. No se dispone de información sobre India, Filipinas ni Tailandia.

ejemplo de Japón y reubicaron una parte cada vez mayor de su proceso de producción en Asia Sudoriental y, especialmente, en China.

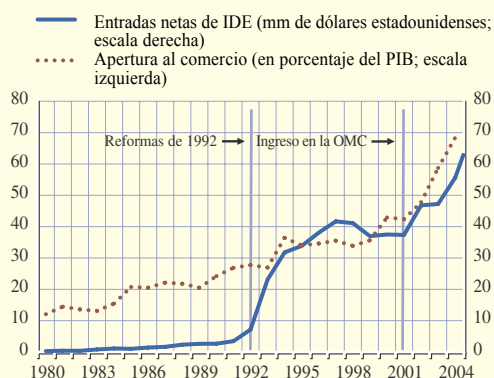
Como resultado, uno de los factores determinantes del rápido ritmo de integración y crecimiento de las economías emergentes de Asia ha sido la intensificación del comercio intrarregional, que actualmente representa más de la mitad del comercio total de la región. Uno de los principales rasgos distintivos del comercio intrarregional en Asia es el hecho de que ha adoptado en gran medida la forma de intercambios entre sectores, en particular, en las ramas de electrónica, maquinaria eléctrica y telecomunicaciones. Casi la mitad del total de importaciones y exportaciones de la mayoría de las economías emergentes de Asia corresponde al comercio de maquinaria y material de transporte (véase cuadro 5). Además, la mayor parte de estos intercambios incluyen bienes relacionados con la electrónica o las telecomunicaciones, como maquinaria de oficina y equipo de procesamiento automático de datos, equipo de telecomunicaciones y maquinaria eléctrica.

Otra característica importante del proceso de integración regional es que los flujos intrarregionales de IDE constituyen una parte sustancial (y, en algunos casos, el grueso) de las entradas totales de este tipo de inversiones. En el caso de los países de la ASEAN, alrededor del 35% de las entradas de IDE proceden de Japón, Taiwán, Corea, Hong Kong y otros países de la propia ASEAN. En Taiwán, aproximadamente el 33% de estas entra-

das tiene su origen en otras economías asiáticas, mientras que en Corea, representan el 12%. En muchos casos, estos flujos financieros guardan una relación muy estrecha con el comercio regional intrasectorial de productos electrónicos.

La combinación de IDE intrarregional con el comercio intrarregional de bienes relacionados con la electrónica y las comunicaciones se ha producido principalmente como resultado de la coexistencia, dentro de la misma región, de economías que se encuentran en etapas de desarrollo muy diferentes. Las empresas pertenecientes a las economías más desarrolladas (a saber, Japón, Corea y Taiwán), que a su vez han sido durante muchos años partícipes importantes en los sectores relacionados con tecnologías de la información y las comunicaciones a escala mundial, han deslocalizado cada vez más las etapas de la producción de estos sectores con uso más intensivo de mano de obra ubicándolas en economías en desarrollo, como China y los países de la ASEAN.

China desempeña un papel crucial en la aceleración del crecimiento regional y de la integración económica que se está produciendo actualmente en Asia. Según datos del FMI, China ocupa en la actualidad el tercer puesto mundial como importador y exportador y absorbe más de la mitad de la IDE total que reciben los mercados emergentes. El comercio total aumentó de apenas un 12% del PIB en 1980 a más del 60% del PIB en el año 2004, mientras que las entradas de IDE pasaron de 300 millones a 56 mm de dólares estadounidenses en el mismo período.

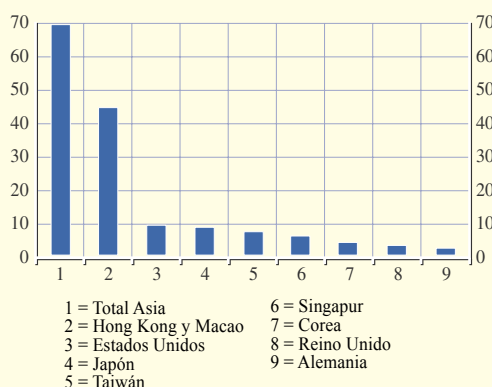
**Gráfico 4 Evolución de la apertura al comercio y entradas netas de IDE en China**

Fuente: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial.

Nota: La apertura al comercio se calcula como suma de las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios, en porcentaje del PIB.

**Gráfico 5 Entradas acumuladas de IDE en China por país de origen (1995-2001)**

(en porcentaje del total)



Fuente: Anuario Estadístico, Oficina Nacional de Estadística de China.  
Nota: Sólo se indican las economías emergentes de Asia para las que se dispone de información.

La mitad de las exportaciones de China corresponden a empresas con financiación extranjera. De la misma manera, la mitad de sus exportaciones son importaciones que se vuelven a procesar con destino a la exportación. Dada esta estrecha interrelación entre el comercio y la IDE no es de extrañar que ambos indicadores recibieran un impulso significativo en 1992 con la liberalización de la normativa que regulaba la inversión extranjera y, de nuevo, a partir del año 2001, tras la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio (véase gráfico 4).

Las entradas de IDE en China se concentran en las manufacturas y casi el 70% proceden de otras economías de Asia (véase gráfico 5), principalmente y en orden de importancia, de Hong Kong, Japón, Taiwán, Singapur y Corea.

La demanda de bienes intermedios y de capital por parte de China también ha beneficiado notablemente a las economías más desarrolladas de su entorno: Japón, Corea y Taiwán. Sus intercambios comerciales con China han aumentado rápidamente, hasta el punto en que este país se ha convertido ahora en el segundo socio comercial más importante de Corea y Japón y en el primero de Taiwán. Estas economías han logrado compensar la mayor

presencia en sus mercados de importaciones de bajo coste y uso intensivo de mano de obra procedentes de China aumentando de forma aún más rápida sus propias exportaciones de bienes con mayor valor añadido. Como resultado, han registrado superávits comerciales más elevados frente a China.

## 5 CONCLUSIÓN

En los 15 últimos años, las economías emergentes de Asia han registrado unos resultados sobresalientes y, como consecuencia, se ha incrementado su participación en el producto real y las exportaciones mundiales. El espectacular crecimiento de sus exportaciones se ha visto respaldado por el comercio extrarregional e intrarregional. El hecho de que otros países asiáticos se hayan servido de China como plataforma de bajo coste para las exportaciones explica, en parte, el incremento de la IDE intrarregional y el rápido crecimiento de las exportaciones de China al resto del mundo, pero también ha creado una demanda de importaciones de bienes intermedios, de mayor valor añadido, del resto de Asia. La interacción de la IDE intrarregional y de los intercambios comerciales entre sectores ha dado lugar a lo que podría denominarse una «cade-

na de producción asiática», en la que los distintos países de la región han aprovechado sus diversas etapas de desarrollo y sus ventajas comparativas para elevar su potencial de crecimiento.

Esta evolución ha tenido lugar, en los últimos cinco años, de forma paralela a la obtención de superávit por cuenta corriente y de una afluencia neta de capital que han dado lugar a presiones al alza sobre la mayoría de las monedas de la región, que, en ocasiones, se han contrarrestado con intervenciones oficiales de gran envergadura en los mercados de divisas. Como resultado, se ha producido un aumento sin precedentes en la acumulación de reservas de divisas en todas las economías emergentes de Asia que, actualmente, equivalen a más del 40% de las reservas mundiales totales de divi-

sas en poder de los bancos centrales. Dado que, en gran medida, las reservas oficiales se han reinvertido fuera de la región, las economías emergentes de Asia se han convertido, de hecho, en exportadores netos de capital para el resto del mundo, a pesar de la gran afluencia de capital privado que ha experimentado la región. Dado el importante peso económico de estas economías, las decisiones de política económica adoptadas en la región están teniendo un impacto cada vez más acusado en la evolución de la economía mundial.

En general, es incuestionable que los extraordinarios resultados obtenidos por las economías emergentes de Asia en los 15 últimos años han traído consigo un renovado dinamismo para la economía mundial.



## EVOLUCIÓN DE LOS BILLETES EN EUROS Y RETOS FUTUROS

Tras la introducción de los billetes y monedas en euros, que se realizó con éxito en el 2002, la demanda de la nueva moneda ha ido aumentando de forma constante, observándose un incremento tanto del número de billetes como de su importe. En todo este tiempo se ha llevado a cabo una extensa labor de mejora de la producción y emisión de billetes. A estos efectos se ha establecido un 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. Este marco contribuye a garantizar la integridad y la conservación de los billetes en euros en circulación y, por ende, la confianza que los ciudadanos depositan en ellos. Por otro lado, el BCE ha adoptado una Orientación sobre la adquisición futura de billetes en euros, en la que se establece un procedimiento único de licitación del Eurosistema para la producción de billetes en euros, según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos.

Por lo que se refiere a la falsificación de los billetes en euros, los ciudadanos pueden confiar en la calidad de los billetes y en sus elementos de seguridad. La gran mayoría de los billetes falsos en euros puede distinguirse fácilmente de los auténticos utilizando el sencillo método de «toque-mire-gire». Incluso los billetes falsos de buena calidad pueden detectarse mediante la atenta aplicación de este método. De cara al futuro, los trabajos de investigación y desarrollo siguen cimentando la producción de la nueva serie de billetes en euros, cuya puesta en circulación está prevista para finales de la presente década.

### I EMISIÓN DE BILLETES EN EUROS Y CICLO DEL EFECTIVO

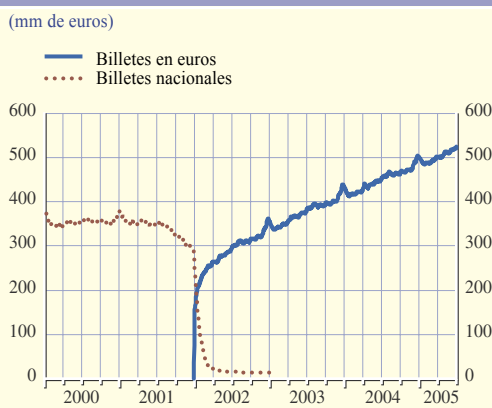
#### CIRCULACIÓN DE BILLETES EN EUROS

Tras el cambio de moneda llevado a cabo en el 2002 se ha mantenido la fuerte demanda de billetes, con una tasa media de crecimiento interanual del importe de los billetes en euros en circulación del 31,1% en el 2003 y del 19% en el 2004. En el período comprendido entre enero y junio del

2005, la demanda creció casi al mismo ritmo que en el 2004, con una tasa media de crecimiento interanual del 16,6% en estos seis primeros meses del presente año (véase gráfico 1). En términos absolutos, el importe de los billetes en circulación registró un crecimiento medio intermensual de 6,5 mm de euros en el 2003 y de 5,4 mm de euros en el 2004.

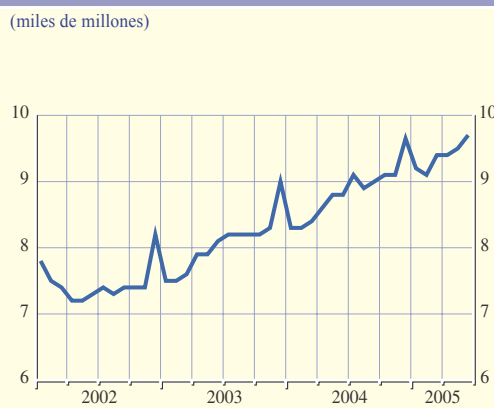
La mayor demanda se observó en los billetes de 500 euros y de 50 euros, a los que correspondieron

Gráfico 1 Importe total de los billetes en circulación entre el 2000 y junio del 2005



Fuente: BCE.

Gráfico 2 Número total de billetes en euros en circulación entre el 2002 y junio del 2005



Fuente: BCE.

#### ARTÍCULOS

Evolución de los billetes en euros y retos futuros

más de tres cuartas partes del aumento del importe de los billetes en circulación en el 2003 y 2004.

Esta elevada demanda se refleja también en un incremento del 32,9% del número de billetes en euros en circulación, que pasó de 7.300 millones a 9.700 millones de unidades entre junio del 2002 y junio del 2005 (véase gráfico 2). La tasa media de crecimiento interanual del número de billetes en circulación fue del 8,2% en el 2003 y del 10,1% en el 2004, y su crecimiento medio intermensual fue de 69,4 millones de unidades en el 2003 y de 51,1 millones de billetes en el 2004. El número de billetes en circulación creció a un ritmo menor que su importe. Así, el valor medio del billete en circulación aumentó de 43,7 euros a finales del 2002 a 54 euros a finales de junio del 2005.

Además de retirar billetes en euros de los BCN, las entidades de crédito ingresan periódicamente en los mismos sus excesos de reservas. En conjunto, la frecuencia de retorno de los billetes en euros a los BCN ha permanecido bastante estable desde el 2003, situándose, entre enero del 2002 y junio del 2005, en un promedio de 3,3 veces al año.

En los años posteriores al cambio de moneda se ha mantenido también una fuerte demanda de monedas en euros. La tasa media de crecimiento interanual del importe de las monedas en circulación fue del 21,8% en el 2003 y del 18,7% en el 2004, mientras que la del número de monedas se redujo ligeramente, desde el 13,7% en el 2003 al 10,3% en el 2004. A finales de junio del 2005, circulaban 59.600 millones de monedas (excluidas las reservas de los BCN y las monedas de coleccionistas que no están destinadas a la circulación), por un valor facial de 16 mm de euros.

#### **MARCO DEL BCE PARA LA DETECCIÓN DE BILLETES FALSOS Y LA SELECCIÓN DE BILLETES APTOS PARA LA CIRCULACIÓN**

Tras la puesta en circulación de los billetes por los BCN, otros participantes en el ciclo del efectivo intervienen en su manipulación. A fin, por un lado, de poner en práctica una política común para la manipulación y el tratamiento de los billetes por parte de las entidades de crédito y de otras entidades

que participan a título profesional en el manejo de efectivo y, por otro, de asistir a estas entidades en el cumplimiento de las obligaciones relativas a la detección y la retirada de billetes falsos en euros que les son impuestas en virtud del artículo 6 del Reglamento (CE) nº 1338/2001 del Consejo, en diciembre del 2004 el BCE adoptó el 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 (el Marco). La traducción del Marco a todos los idiomas oficiales de la UE se publicó en la dirección del BCE en Internet en febrero del 2005.

Tal y como se establece en el Marco, las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo pueden volver a poner en circulación billetes en euros, a condición de que su autenticidad y calidad (es decir, su aptitud para la circulación) hayan sido debidamente comprobadas. Los billetes que se redistribuyan a través de cajeros automáticos y de otros dispositivos utilizados por el cliente han de ser comprobados mediante máquinas de tratamiento de billetes que hayan superado satisfactoriamente las pruebas realizadas por un BCN. El Eurosistema está ultimando los preparativos para la implantación de este procedimiento y, a su debido tiempo, el BCE publicará en su dirección en Internet una lista con los aspectos esenciales de las máquinas que hayan superado las pruebas. Además, en cooperación con el Grupo de Trabajo sobre el Efectivo, del Consejo Europeo de Pagos, y con la Asociación Europea de Empresas de Transporte de Fondos, el Eurosistema está definiendo el método que los BCN habrán de utilizar para recoger los datos proporcionados por las entidades de crédito y las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo que reciclan billetes en euros de conformidad con lo dispuesto en el Marco.

#### **COMETIDO DEL EUROSISTEMA EN EL CICLO DEL EFECTIVO**

En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó unos principios y objetivos comunes respecto al cometido y a las funciones del Eurosistema en el ciclo del efectivo, cuya definición con-

tribuirá al establecimiento de la Zona Única de Pagos para el Euro. Además del mencionado Marco, el BCE ha adoptado ya en este sentido una serie de medidas destinadas a fomentar la competencia leal, entre las que cabe señalar las siguientes:

— Política del Eurosistema en materia de comisiones

Los BCN prestan servicios básicos de efectivo gratuitos y pueden facilitar servicios adicionales mediante pago de una comisión. Estos últimos servicios también pueden proporcionarlos otras empresas, por lo que los BCN que los ofrezcan deberían cobrar comisiones de mercado para evitar distorsiones.

— Enfoque común de los horarios de los servicios y de los adeudos y abonos

Se ha establecido un horario común, de al menos seis horas en días laborables, para el ingreso y la retirada de billetes en determinadas dependencias de los BCN (sucursales, sede central y/o centros de tratamiento). Normalmente, los adeudos y abonos deben realizarse en el momento de ingresar o retirar materialmente el efectivo en las ventanillas de los BCN.

Al definir su cometido y sus funciones en este contexto, el Eurosistema proporciona también un marco fiable a los demás participantes en el ciclo del efectivo (sector bancario y empresas de transporte de fondos). En aplicación del principio de descentralización, el Consejo de Gobierno no ha establecido un sistema completamente armonizado para los servicios de caja de la zona del euro. Aunque estos servicios han de alcanzar cierto grado de armonización y normalización de acuerdo con las directrices del BCE, los BCN son responsables del funcionamiento de los mismos a escala nacional, teniendo en cuenta el entorno económico y las estructuras bancarias de sus respectivos países, la red de sucursales de los BCN y la importancia de los pagos en efectivo y/o de los contratos a largo plazo. En estas circunstancias se plantean varios problemas, que el Eurosistema abordará en un futuro próximo.

## MANTENIMIENTO DE LA ESTRUCTURA DE LAS DENOMINACIONES DE LOS BILLETES EN EUROS

Tras recibir solicitudes de distintas procedencias, relativas a la introducción de billetes de muy baja denominación, el BCE llevó a cabo un análisis de la cuestión, en el que participaron la Comisión Europea y las asociaciones europeas de entidades de crédito, empresas de transporte de fondos, minoristas, organizaciones de consumidores, operadores y fabricantes de máquinas expendedoras. En conjunto, el análisis mostró que los aspectos negativos que presentaba la introducción de billetes de muy baja denominación tenían más peso que los positivos. Los principales problemas observados eran la demanda insuficiente de esta clase de billetes, la pérdida de eficiencia que la introducción de estos billetes supondría para la mayor parte de los terceros afectados (especialmente, para el sector minorista y los fabricantes de máquinas expendedoras) y los altos costes de fabricación y tratamiento de los mismos. En consecuencia, en noviembre del 2004 el Consejo de Gobierno decidió no introducir billetes de 1 euro y de 2 euros.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió mantener los billetes de 200 euros y de 500 euros. Así pues, la estructura de las denominaciones no cambiará en la segunda serie de billetes en euros.

## SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

Tal y como se había anunciado, el BCE comenzó a planificar la segunda serie de billetes en euros hace dos años. Ésta es la práctica habitual de las autoridades emisoras, que suelen actualizar los billetes después de que hayan estado en circulación durante unos años, a fin de que tengan siempre incorporados los elementos de seguridad más avanzados. Al mismo tiempo se revisarán los requisitos funcionales.

El Consejo de Gobierno ha aprobado recientemente un «plan maestro» para este proyecto del Eurosistema, en el que se incluyen las especificaciones a seguir y se señalan los temas más importantes que han de ser abordados. El momento y la secuencia de emisión dependerán de la disponibilidad de nuevos elementos de seguridad y soportes de impresión, así como de la situación en lo que

respecta a las falsificaciones. La emisión de la primera denominación de la segunda serie está prevista para finales de la presente década.

## 2 PRODUCCIÓN DE BILLETES EN EUROS

Las cantidades de billetes en euros a producir han evolucionado de forma significativa desde el inicio de la producción en 1999. La tasa máxima de producción se alcanzó en el 2001, con la fabricación de unos mil millones de billetes al mes. Esta elevada tasa era necesaria para constituir las reservas requeridas para la puesta en circulación de los billetes en euros el 1 de enero de 2002.

En los años posteriores a la introducción de los billetes en euros, las necesidades de producción fueron determinadas por el número de billetes requerido para responder al incremento de la demanda mencionado anteriormente o para sustituir a los billetes no aptos que fueron destruidos. Las cantidades de billetes a sustituir son particularmente importantes para las denominaciones más bajas, que tienen una vida más corta, mientras que las necesidades de producción de las denominaciones más altas, que tienen una vida más larga, dependen, en mayor medida, del aumento de la demanda correspondiente. En consecuencia, las necesidades de producción disminuyeron después de la puesta en circulación de los billetes en euros en el 2002, aunque han vuelto a crecer, hasta cerca de 3.600 millones de unidades para el 2005 y 7.000 millones de unidades para el 2006 (véase cuadro).

Al mismo tiempo, el Eurosistema ha seguido esforzándose por mejorar sus normas y procedimientos operativos, lo que se ha traducido en el perfeccionamiento de algunas de sus normas técnicas y de su sistema de control de calidad.

### MEJORA Y SEGUIMIENTO DE LAS NORMAS TÉCNICAS Y DEL SISTEMA DE CONTROL DE CALIDAD

Las especificaciones técnicas para la producción de billetes en euros han sido completamente revisadas recientemente. La revisión se ha centrado en los métodos e instrumentos de medición de los elementos reconocibles por las máquinas, tenien-

do en cuenta la información proporcionada por los usuarios y los productores de billetes. Como resultado de esta revisión se han introducido mejoras tanto en las normas como en los procedimientos.

La uniformidad de los billetes en todos los centros de producción se comprueba mediante la recogida y evaluación de muestras de billetes de todos los lotes de producción. Esta evaluación abarca los elementos reconocibles por las máquinas y el aspecto visual de los billetes, que se comprueba periódicamente, comparando las muestras entre sí y con un billete de referencia.

Los resultados del examen visual y de las pruebas de laboratorio han confirmado que la producción de billetes en euros ha alcanzado un elevado y estable nivel de uniformidad en el aspecto visual y las características técnicas.

Los proveedores (como los productores de billetes o las fábricas de papel) y los usuarios de billetes vienen siendo informados de todas las cuestiones que les atañen y se les consulta sobre estos temas en el curso de reuniones de contacto periódicas. Este flujo de información facilita al Eurosistema el seguimiento de la serie actual de billetes en euros y la preparación de la segunda serie.

Para conseguir una calidad uniforme de los billetes en todas las imprentas, antes del inicio de la producción se estableció un sistema de control de calidad, que se sometió a una exhaustiva revisión en el 2003. El sistema revisado atribuye más importancia al control de los procesos que a las comprobaciones finales del producto acabado, a fin de reducir los costes de desecho.

Como parte del programa general de mejora y con vistas a lograr una mayor comunicación en la cadena de abastecimiento, el BCE comprueba el cumplimiento de los requisitos del sistema de control de calidad por parte de todas las imprentas, fábricas de papel y otros proveedores de materias primas mediante auditorías periódicas. En la actualidad, todos los centros de producción funcionan de acuerdo con las normas industriales más estrictas. Los requisitos comunes se aplican, en particular, a la documentación relativa a la pro-

Cuadro Producción de billetes en euros y su asignación en el 2006

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	Importe (millones de euros)	Distribución de la producción entre los BCN
5 €	1.080	5.400	ES, FR, IE, AT, FI
10 €	1.780	17.800	DE, GR, FR, NL
20 €	1.940	38.800	DE, ES, FR, IT, PT
50 €	1.920	96.000	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	280	28.000	IT, LU, AT
200 €	-	-	-
500 €	-	-	-
<b>Total</b>	<b>7.000</b>	<b>186.000</b>	

Fuente: BCE.

ducción de billetes, al proceso de control de calidad (inspección de las materias primas, comprobación de los procesos e inspección final) y a las normas de control de calidad.

### ADQUISICIÓN DE BILLETES

En septiembre del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Orientación sobre la adquisición futura de billetes en euros (Orientación BCE/2004/18), en la que se establece un sistema de adquisición abierto y transparente, denominado procedimiento único de licitación del Eurosistema, para la producción de billetes en euros, según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos. El procedimiento también tiene en cuenta que algunos BCN del Eurosistema tienen sus propias imprentas internas o utilizan imprentas públicas en lugar de sacar a licitación la producción de los billetes en euros que les son asignados.

En el sistema actual se lleva a cabo una producción anual mancomunada de billetes y cada BCN define sus propias normas de adquisición para la parte de producción que le ha sido asignada. Con el procedimiento único de licitación del Eurosistema, los BCN que no tengan imprentas internas y no utilicen imprentas públicas deberán sacar a licitación la producción de los billetes que tengan asignados. Los BCN que tengan imprentas internas o recurran a imprentas públicas podrán decidir no participar en el procedimiento único de licitación del Eurosistema y, en tal caso, sus imprentas seguirán produciendo los billetes que les corres-

pondan. El nuevo procedimiento de licitación se aplicará, a más tardar, a partir de primeros de enero del 2012, tras un período transitorio que permita a los BCN y a las imprentas prepararse para los cambios. El período transitorio comenzará no antes del 1 de enero de 2008, aunque la fecha exacta de inicio, que decidirá el Consejo de Gobierno, dependerá de que se obtenga una masa crítica tanto en términos de número de BCN que sacan a licitación la producción asignada como de volumen total de producción sacado a licitación.

### 3 FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

Desde la puesta en circulación de los billetes en euros en enero del 2002, el número de billetes falsos en euros retirados de la circulación ha aumentado gradualmente, aunque se ha ido estabilizando a partir de octubre del 2003, manteniéndose en una cifra ligeramente inferior a 50.000 unidades al mes. Los billetes falsos muestran las mismas fluctuaciones estacionales que los auténticos, alcanzándose los niveles máximos alrededor de las vacaciones de verano y del período navideño. El BCE ha informado recientemente que en el primer semestre del 2005 se retiraron de la circulación en torno a 293.000 billetes falsos en euros, frente a 287.000 billetes en el semestre anterior.

Estas cifras deben considerarse teniendo en cuenta el número de billetes en circulación auténticos (alrededor de nueve mil millones), la población de los países de la zona del euro (más de 300 millones de habitantes) y el número de operaciones en efectivo

realizadas con billetes (estimado en unos 120 mil millones al año). En este contexto, las posibilidades de que cuele un billete falso son mínimas. Un número reducido de billetes falsos en euros son de buena calidad, pero la gran mayoría de billetes falsos puede distinguirse de los auténticos utilizando el sencillo método de «toque-mire-gire» descrito en el material informativo del Eurosistema. Incluso los billetes falsos de buena calidad pueden detectarse mediante la atenta aplicación de este método. En caso de duda, debe compararse el billete sospechoso con uno que se sepa que es auténtico.

Existen principalmente tres maneras de prevenir las falsificaciones: protección de los billetes mediante distintos elementos de seguridad de alta calidad, información al ciudadano sobre dichos elementos y eficaz labor policial. En lo que se refiere a este tercer aspecto, en el último año se saldaron con éxito, tanto dentro como fuera de la zona del euro, varias importantes operaciones policiales contra la falsificación, de las que los medios de comunicación dieron cuenta extensamente. Como ejemplo de estas operaciones, pueden citarse los casos siguientes. En la zona del euro, en marzo del 2005 se desmantelaron en España dos imprentas ilegales, en las que se intervinieron billetes falsos por un importe total de unos 2,5 millones de euros y se detuvieron a 27 personas. Por otro lado, en noviembre del 2004 una unidad de carabinieri descubrió una imprenta clandestina en Italia, incautándose billetes falsos de 50 euros por valor de 195.000 euros. Fuera de la zona del euro, en noviembre del 2004 se desmanteló en Lituania una imprenta ilegal, en la que se confiscaron billetes falsos de 100 euros de buena calidad, por valor de cerca de 1 millón de euros, así como billetes en proceso de falsificación, por valor de unos 8 millones de euros, y se detuvieron a 13 personas. Posteriormente, también en Lituania, la policía encontró otra imprenta clandestina, en la que se falsificaban billetes de 50 euros.

Los billetes falsos se distribuyen frecuentemente a través del comercio minorista o de los establecimientos de restauración, mediante la compra de artículos de bajo valor con billetes falsos de alta denominación, a fin de obtener la mayor cantidad posible de moneda auténtica al recibir el cambio. Muchos billetes falsos sólo se detectan cuando llegan a las

entidades de crédito y a los BCN, es decir, después de haber causado perjuicios financieros a quienes los hayan aceptado. Estos daños podrían reducirse sensiblemente, o incluso evitarse totalmente, si los cajeros verificasen cuidadosamente la autenticidad de todos los billetes recibidos de sus clientes. La atenta comprobación de una serie de elementos no sólo aumenta las probabilidades de detección de billetes falsos sino que constituye un potente factor de disuasión para quienes intentan pasar un billete falso. Por todo ello, el Eurosistema actualiza periódicamente su material informativo y sus cursos de formación para responder a las necesidades de las entidades que participan en el manejo de efectivo.

#### 4 INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO

La labor de investigación y desarrollo (I+D) emprendida por el Eurosistema está orientada a preservar la integridad de los billetes en euros actuales y futuros. Para conseguirlo, es preciso evaluar y hacer frente al reto de la falsificación, al tiempo que se garantiza la calidad de los billetes en circulación y la uniformidad y eficacia de los procesos de producción. Se libra una carrera entre los diseñadores, que van incorporando nuevos elementos a los billetes, y los falsificadores, que intentan superarlos. A fin de que los diseñadores puedan mantenerse a la cabeza en esta carrera y seguir diseñando billetes en euros resistentes a la falsificación, se necesita claramente un gran esfuerzo en I+D para poner a punto nuevas tecnologías. Los BCN y otros organismos están llevando a cabo trabajos de I+D coordinados por el BCE y destinados a investigar nuevos paradigmas y elaborar nuevos diseños. La estrategia de I+D hace hincapié en la necesidad de que los billetes en euros incorporen sus propios medios de defensa, en lugar de basarse sobre todo en la aplicación de la ley. Así, para hacer frente al riesgo de falsificación, el enfoque europeo se ha centrado, tradicionalmente, en introducir en los billetes el mayor número posible de obstáculos para los falsificadores. Este enfoque europeo, que se mantiene en la actual estrategia de I+D para el euro, es el que se había adoptado también para la mayor parte de las antiguas monedas nacionales y se complementa con una importante acción divulgativa de los elementos de seguridad de los billetes, dirigida al público en general.

A finales de 1999, el Eurosistema adoptó un sistema estructurado de gestión de I+D, con vistas a la introducción de mejoras en los billetes en euros y a la producción de una segunda serie. Este sistema se divide en actividades continuas de I+D a largo plazo, encaminadas a proporcionar una tecnología más avanzada que la utilizada por los falsificadores y a constituir la base tecnológica de los futuros proyectos de diseño, y actividades específicas, dedicadas a proyectos de diseño concretos con un determinado calendario. Alcanzar un equilibrio entre ambas facetas es de vital importancia para conseguir de forma gradual llevar a la práctica un programa de diseño de billetes a largo plazo.

Los trabajos de I+D sobre el euro se realizan de forma descentralizada a través de una red, coordinada por el Banco Central Europeo, que conecta al BCE, los BCN y sus proveedores a largo plazo, así como a otros agentes del sector, con lo que se potencia la capacidad de innovación. La red está abierta a todas las empresas y personas que deseen proponer ideas y proyectos para mejorar los billetes en euros y, por tanto, a la innovación que toda moneda internacional como el euro necesita. El Eurosistema ha definido la política de I+D y ha establecido un conjunto de procedimientos, conformes a la norma ISO 9001/2000, para evaluar y seleccionar los proyectos que se vayan a financiar.

La eficacia de los elementos de seguridad de los billetes disminuye con el tiempo. Inicialmente, un nuevo elemento da buenos resultados pero, a medida que los usuarios legítimos van familiarizándose con él y que los falsificadores adquieren técnicas más avanzadas, ese elemento es superado y debe ser sustituido por otro. Cabe esperar que este ciclo de vida se acelere, si otras autoridades responsables del diseño de billetes consideran al euro como un modelo técnico y adoptan sistemas de seguridad similares. Uno de los objetivos de la labor de I+D es proporcionar elementos de seguridad alternativos, resultado de los avances tecnológicos logrados en la investigación.

Las características de los billetes en euros deberían permitir a los ciudadanos determinar rápida-

mente su autenticidad, por lo que es esencial diseñar elementos fácilmente reconocibles por el público y otros usuarios. En consecuencia, el Eurosistema se esfuerza por aprovechar los avances tecnológicos, convirtiéndolos en elementos de seguridad que puedan ser utilizados eficazmente por el público y por otros usuarios, como las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo, para comprobar la autenticidad de los billetes en euros.

## 5 CONCLUSIÓN Y RETOS FUTUROS

Tras más de tres años y medio, el euro sigue consolidándose como una de las principales monedas. La amplia experiencia adquirida ha permitido realizar continuas mejoras. Las series temporales y los análisis de tendencias son cada vez más útiles, pero la atención está claramente centrada ahora en el futuro y en el desarrollo de la segunda serie de billetes, cuya puesta en circulación está prevista para la próxima década. Sin embargo, todavía queda mucho por hacer para consolidar los procesos y mejorar los sistemas, a fin de que la introducción de la segunda serie se produzca en un entorno incluso más favorable que el de la primera serie.

En el futuro se continuará fomentando la igualdad de condiciones y potenciando las ventajas que ofrece una moneda común para el ciclo del efectivo y para la adquisición de billetes.

Los mecanismos establecidos en el Marco se aplicarán a las entidades de crédito y a otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo, a más tardar, en el 2006. Los trabajos relativos al procedimiento único de licitación del Eurosistema para la producción de billetes finalizarán en el 2008, aunque su fecha concreta de implantación vendrá determinada por las condiciones del mercado.

El Eurosistema se esforzará por mejorar su actuación en todos los ámbitos, en términos de eficacia y eficiencia, sacando provecho de la experiencia adquirida y procurando explotar las posibles sinergias y economías de escala.





# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## 1 ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

---

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	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	9,6	7,1	6,6	-	7,3	9,1	2,14	3,67
II	9,7	7,5	7,0	-	7,5	.	2,12	3,41
2005 Feb	10,2	7,3	6,6	6,6	7,3	8,9	2,14	3,62
Mar	9,3	7,1	6,5	6,6	7,5	11,8	2,14	3,76
Abr	9,2	7,4	6,8	6,8	7,4	13,4	2,14	3,57
May	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,6	2,13	3,41
Jun	10,5	7,9	7,5	.	7,9	.	2,11	3,25
Jul	.	.	.	.	.	.	2,12	3,32

### 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	1,4	0,8	81,6	1,0	8,8
II	2,0	3,9	.	.	.	81,2	.	8,8
2005 Feb	2,1	4,2	-	-	0,4	-	-	8,8
Mar	2,1	4,2	-	-	0,1	-	-	8,8
Abr	2,1	4,3	-	-	1,2	81,2	-	8,8
May	2,0	3,5	-	-	0,2	-	-	8,7
Jun	2,1	4,0	-	-	.	-	-	8,7
Jul	2,2	.	-	-	.	81,2	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 III	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
IV	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,8	1,2977
2005 I	2,0	14,5	-24,1	2,6	284,9	105,7	107,8	1,3113
II	.	.	.	.	302,2	103,4	105,6	1,2594
2005 Feb	5,5	5,9	0,2	20,9	283,2	105,1	107,1	1,3014
Mar	3,8	7,9	-15,1	-2,5	284,9	106,0	108,2	1,3201
Abr	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,2	1,2938
May	-2,3	6,6	3,8	24,0	291,7	104,0	106,2	1,2694
Jun	.	.	.	.	302,2	101,2	103,4	1,2165
Jul	.	.	.	.	.	101,7	104,0	1,2037

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 8 Jul	2005 15 Jul	2005 22 Jul	2005 29 Jul
<b>Oro y derechos en oro</b>	138.375	138.298	138.123	138.078
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	162.473	161.554	160.976	159.586
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	20.918	21.591	21.158	21.510
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.807	9.554	10.405	9.643
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	397.509	388.514	398.513	407.007
Operaciones principales de financiación	307.500	298.501	308.502	317.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.000	90.000	90.000	89.998
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	3	3	2	7
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	6	10	9	1
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.920	3.153	3.436	3.268
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	87.410	85.583	85.878	85.656
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	40.747	40.747	40.747	40.752
<b>Otros activos</b>	129.572	130.459	130.425	131.296
<b>Total activo</b>	<b>988.731</b>	<b>979.453</b>	<b>989.661</b>	<b>996.796</b>

#### 2. Pasivo

	2005 8 Jul	2005 15 Jul	2005 22 Jul	2005 29 Jul
<b>Billetes en circulación</b>	530.296	531.441	530.235	533.793
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	148.124	149.684	150.813	145.185
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	147.901	149.646	150.796	144.954
Facilidad de depósito	223	21	17	230
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	17	0	1
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	273	247	274	129
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	77.782	65.563	75.186	84.884
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	9.930	9.980	9.992	10.141
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	342	362	239	232
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	8.879	8.653	9.008	8.009
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.896	5.896	5.896	5.896
<b>Otros pasivos</b>	56.627	57.045	57.436	57.944
<b>Cuentas de revalorización</b>	92.292	92.292	92.292	92.292
<b>Capital y reservas</b>	58.290	58.290	58.290	58.291
<b>Total pasivo</b>	<b>988.731</b>	<b>979.453</b>	<b>989.661</b>	<b>996.796</b>

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 6 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	365.346	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
13	388.642	334	298.500	2,00	2,05	2,05	7
20	406.178	355	308.500	2,00	2,05	2,05	7
27	391.489	357	317.000	2,00	2,05	2,06	7
3 Ago	414.656	336	314.000	2,00	2,05	2,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 29 Jul	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
28 Jul	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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
12 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	9.605	11	9.605	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.



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

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 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
May	13.224,0	6.988,7	494,7	1.616,3	1.069,4	3.054,9

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 I	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
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	147,9	0,7	0,0	2,05
9 Ago	149,2	.	.	.	.

**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 I	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
2005 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
12 Jul	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 Ene	1.240,6	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
Feb	1.275,4	614,5	21,5	0,6	592,4	162,5	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,2	12,5	177,7
Mar	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
Abr	1.286,4	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,8	13,1	186,7
May	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
Jun <sup>(p)</sup>	1.353,5	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,9	2,0	16,0	-	14,1	315,2	13,3	195,7
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
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	21.351,9	12.826,4	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	21.658,7	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	21.824,1	12.967,4	807,9	7.622,8	4.536,7	3.289,5	1.367,7	479,5	1.442,2	75,6	963,4	3.122,4	157,6	1.248,3
Mar	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,4	4.575,3	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,3
Abr	22.483,9	13.229,4	811,3	7.720,1	4.698,0	3.340,8	1.372,3	491,7	1.476,9	76,3	1.043,4	3.297,3	156,5	1.340,2
May	22.700,7	13.327,6	809,2	7.784,2	4.734,1	3.343,3	1.369,2	497,2	1.476,9	75,7	1.045,8	3.352,5	157,1	1.398,7
Jun <sup>(p)</sup>	22.755,0	13.252,2	809,1	7.915,7	4.527,5	3.386,0	1.379,3	505,1	1.501,6	75,6	1.000,8	3.398,8	163,3	1.478,4

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 Ene	1.240,6	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
Feb	1.275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
Mar	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
Abr	1.286,4	523,3	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	26,0	173,5
May	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
Jun <sup>(p)</sup>	1.353,5	540,8	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
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	21.351,9	0,0	11.487,5	137,7	6.641,8	4.708,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 Ene	21.658,7	0,0	11.535,5	122,9	6.656,2	4.756,4	692,1	3.527,4	1.201,3	2.967,5	1.734,9
Feb	21.824,1	0,0	11.603,8	138,7	6.659,9	4.805,2	691,0	3.579,7	1.205,8	3.007,2	1.736,7
Mar	22.027,0	0,0	11.653,8	126,3	6.706,7	4.820,7	687,7	3.614,8	1.213,5	3.085,5	1.771,7
Abr	22.483,9	0,0	11.840,1	121,6	6.759,7	4.958,8	704,1	3.667,7	1.227,8	3.198,7	1.845,6
May	22.700,7	0,0	11.893,7	127,2	6.808,0	4.958,5	710,5	3.695,4	1.236,3	3.285,5	1.879,3
Jun <sup>(p)</sup>	22.755,0	0,0	11.830,8	136,3	6.907,5	4.787,0	696,4	3.765,8	1.266,3	3.234,6	1.961,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**1. Activo**

	Total 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				
<b>Saldos vivos</b>											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.720,4	8.392,0	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	15.987,7	8.436,2	838,7	7.597,5	1.954,6	1.483,4	471,2	678,1	3.368,5	172,1	1.378,1
Feb	16.099,4	8.452,8	829,4	7.623,5	1.995,4	1.514,3	481,1	679,8	3.416,6	170,1	1.384,7
Mar	16.260,4	8.498,1	828,1	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.478,9	169,0	1.437,3
Abr	16.564,7	8.553,5	832,8	7.720,7	2.018,6	1.525,4	493,2	740,4	3.598,0	169,6	1.484,7
May	16.751,7	8.615,5	830,7	7.784,9	2.024,5	1.525,5	499,0	739,4	3.656,7	170,3	1.545,3
Jun <sup>(p)</sup>	17.028,1	8.746,5	830,2	7.916,3	2.045,3	1.538,2	507,1	715,9	3.713,9	176,6	1.629,8
<b>Operaciones</b>											
2003	766,6	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.266,9	500,0	-5,9	506,0	92,0	58,1	33,9	34,5	435,0	2,7	202,7
2005 Ene	196,2	42,2	3,8	38,5	42,5	38,2	4,3	10,9	82,3	-1,3	19,6
Feb	131,3	17,4	-9,2	26,6	42,8	32,5	10,4	-0,2	66,0	-2,1	7,4
Mar	120,3	46,1	-1,0	47,1	-2,8	-4,5	1,7	4,9	37,0	-0,7	35,9
Abr	290,4	56,1	4,6	51,4	21,4	11,9	9,6	58,2	109,5	0,1	45,0
May	106,0	56,9	-2,4	59,3	0,9	-3,8	4,7	-4,1	-6,9	0,7	58,5
Jun <sup>(p)</sup>	138,5	87,1	-0,5	87,6	9,4	2,1	7,4	-28,3	21,1	0,5	48,7

**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 <sup>1)</sup> 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones <sup>2)</sup> 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
<b>Saldos vivos</b>										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.720,4	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	15.987,7	459,9	180,6	6.672,2	616,4	2.086,7	1.049,8	2.993,3	1.899,0	29,7
Feb	16.099,4	463,6	210,1	6.678,3	615,4	2.123,7	1.054,0	3.029,0	1.903,3	22,1
Mar	16.260,4	471,8	187,4	6.724,4	614,6	2.145,5	1.062,9	3.110,4	1.943,0	0,4
Abr	16.564,7	481,1	180,9	6.775,5	627,8	2.176,7	1.063,5	3.224,7	2.019,1	15,5
May	16.751,7	485,8	173,5	6.825,2	634,8	2.203,6	1.076,1	3.310,2	2.054,5	-12,0
Jun <sup>(p)</sup>	17.028,1	496,6	212,7	6.926,3	620,8	2.248,8	1.140,9	3.259,0	2.141,6	-18,6
<b>Operaciones</b>										
2003	766,6	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,8	59,8
2004	1.266,9	70,5	6,1	377,2	22,3	197,1	50,4	276,8	229,1	37,3
2005 Ene	196,2	-8,5	18,2	9,0	12,4	6,9	-0,4	99,7	73,6	-14,7
Feb	131,3	3,7	29,5	4,7	-1,9	41,4	5,7	52,4	-1,0	-3,1
Mar	120,3	8,2	-22,7	43,3	-0,7	17,0	7,8	59,6	34,7	-26,9
Abr	290,4	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,1	-2,9	107,7	75,8	14,0
May	106,0	4,8	-7,4	42,6	7,5	14,7	4,7	32,1	48,6	-41,6
Jun <sup>(p)</sup>	138,5	10,7	39,2	53,9	-15,1	42,3	33,8	-72,3	54,5	-8,7

Fuente: BCE.

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

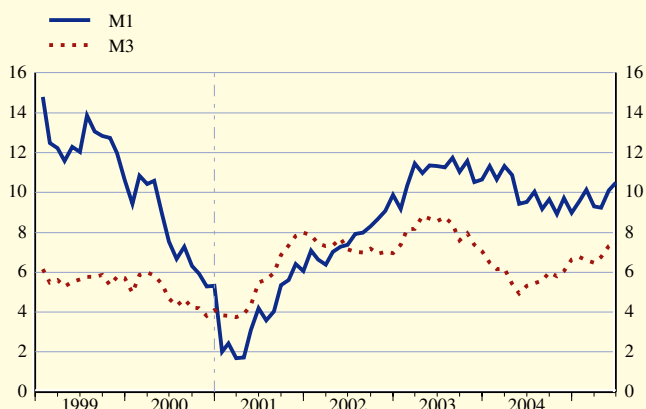
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
	Saldos vivos											
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6	
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	961,5	6.535,1	-	4.454,5	2.298,1	8.692,3	7.552,9	373,3	
2005 Ene	2.959,1	2.663,4	5.622,6	947,8	6.570,4	-	4.495,8	2.328,2	8.752,6	7.600,8	375,0	
Feb	2.992,1	2.664,8	5.656,9	949,3	6.606,2	-	4.532,8	2.342,3	8.792,3	7.633,7	393,2	
Mar	3.007,3	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,7	-	4.579,5	2.328,5	8.827,5	7.670,2	383,3	
Abr	3.024,0	2.694,8	5.718,8	956,4	6.675,2	-	4.611,1	2.352,6	8.910,8	7.704,4	406,2	
May	3.050,5	2.702,2	5.752,7	972,0	6.724,7	-	4.656,0	2.338,7	8.976,2	7.768,5	367,2	
Jun <sup>(p)</sup>	3.235,7	2.591,3	5.827,0	982,1	6.809,1	-	4.785,2	2.349,8	9.105,8	7.890,1	453,3	
Operaciones												
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,0	
2004	240,4	111,8	352,2	55,7	407,9	-	340,7	54,5	574,3	505,5	160,4	
2005 Ene	44,0	-0,4	43,6	-13,3	30,3	-	19,5	23,8	58,5	46,8	1,3	
Feb	33,3	-0,6	32,7	-5,2	27,4	-	49,1	15,7	39,0	33,6	19,3	
Mar	14,6	9,2	23,8	-2,7	21,1	-	38,6	-14,2	36,5	37,2	-13,4	
Abr	16,4	18,9	35,3	11,6	46,9	-	26,0	21,0	84,8	34,9	19,9	
May	23,6	4,4	28,0	15,9	43,9	-	23,9	-18,1	56,6	59,2	-51,1	
Jun <sup>(p)</sup>	33,5	19,4	52,9	10,0	62,9	-	71,4	0,6	80,3	78,0	71,1	
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	96,0	
2004 Dic	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,1	160,4	
2005 Ene	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,1	3,6	7,3	7,3	120,0	
Feb	10,2	4,3	7,3	2,6	6,6	6,6	8,7	4,1	7,3	7,3	124,8	
Mar	9,3	4,8	7,1	2,7	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	94,1	
Abr	9,2	5,3	7,4	3,3	6,8	6,8	8,4	2,9	7,7	7,4	88,9	
May	10,1	4,9	7,6	5,7	7,3	7,2	8,4	1,5	7,8	7,5	70,8	
Jun <sup>(p)</sup>	10,5	5,2	7,9	5,1	7,5	.	9,5	1,0	8,0	7,9	150,8	

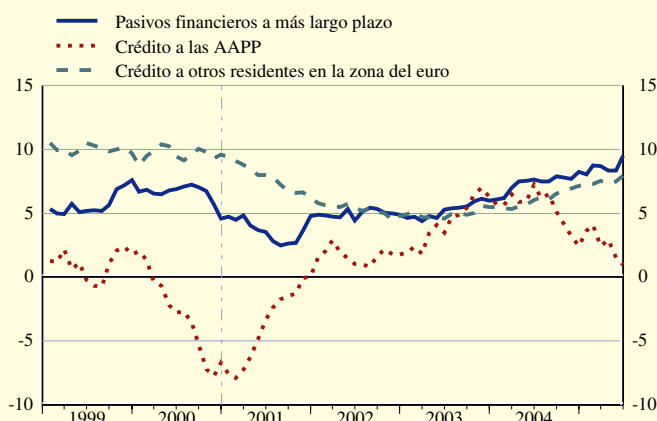
### C1 Agregados monetarios

(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

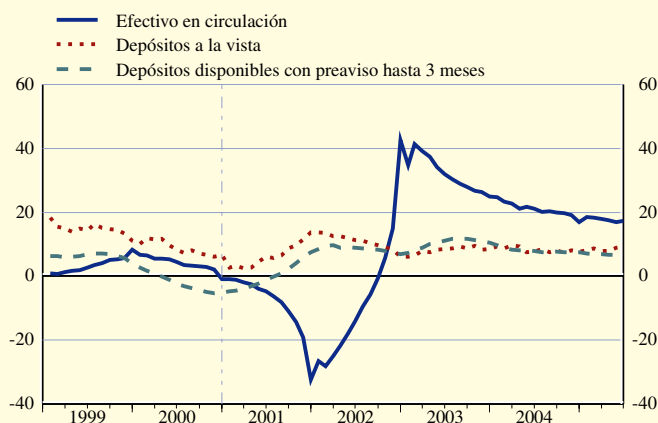
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

#### 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	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	240,3	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 Ene	466,7	2.492,5	1.024,0	1.639,4	230,7	617,8	99,3	1.993,4	90,0	1.366,2	1.046,2
Feb	471,6	2.520,5	1.019,4	1.645,5	221,0	614,2	114,1	2.013,8	90,4	1.372,2	1.056,4
Mar	477,6	2.529,7	1.019,3	1.656,1	225,8	613,2	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
Abr	481,5	2.542,5	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	120,8	2.056,7	91,3	1.395,2	1.067,9
May	487,0	2.563,5	1.023,9	1.678,3	231,3	627,4	113,4	2.085,9	91,4	1.396,1	1.082,6
Jun <sup>(p)</sup>	493,8	2.741,9	1.051,8	1.539,5	239,2	622,4	120,5	2.126,5	91,7	1.424,9	1.142,1
Operaciones											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,5
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	22,8	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,0
2005 Ene	14,0	30,0	-5,1	4,7	-9,7	-0,1	-3,5	13,1	0,4	8,0	-2,0
Feb	4,9	28,3	-7,5	6,9	-9,6	-4,5	8,9	30,7	0,4	6,2	11,7
Mar	6,0	8,6	-0,6	9,7	4,7	-1,0	-6,5	18,6	0,0	14,7	5,3
Abr	4,0	12,4	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,5	16,1	0,5	8,0	1,5
May	5,4	18,2	-9,4	13,8	15,5	8,0	-7,6	17,2	0,0	-0,1	6,9
Jun <sup>(p)</sup>	6,8	26,7	17,0	2,3	7,9	-6,1	8,2	36,7	0,3	5,9	28,5
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 Dic	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,5	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 Ene	18,5	8,0	0,5	7,1	6,8	4,2	3,3	9,9	-0,4	8,6	4,8
Feb	18,3	8,8	0,3	6,9	-1,0	2,7	9,9	11,1	0,4	8,5	5,4
Mar	17,8	7,8	1,7	6,8	3,7	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
Abr	17,5	7,8	3,3	6,6	-0,1	2,6	14,4	10,4	1,2	8,7	4,9
May	17,0	8,9	1,9	6,7	8,0	4,2	9,8	10,6	1,7	8,2	5,0
Jun <sup>(p)</sup>	17,2	9,3	3,8	6,1	9,7	2,2	12,3	11,9	2,4	7,8	7,8

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



#### C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

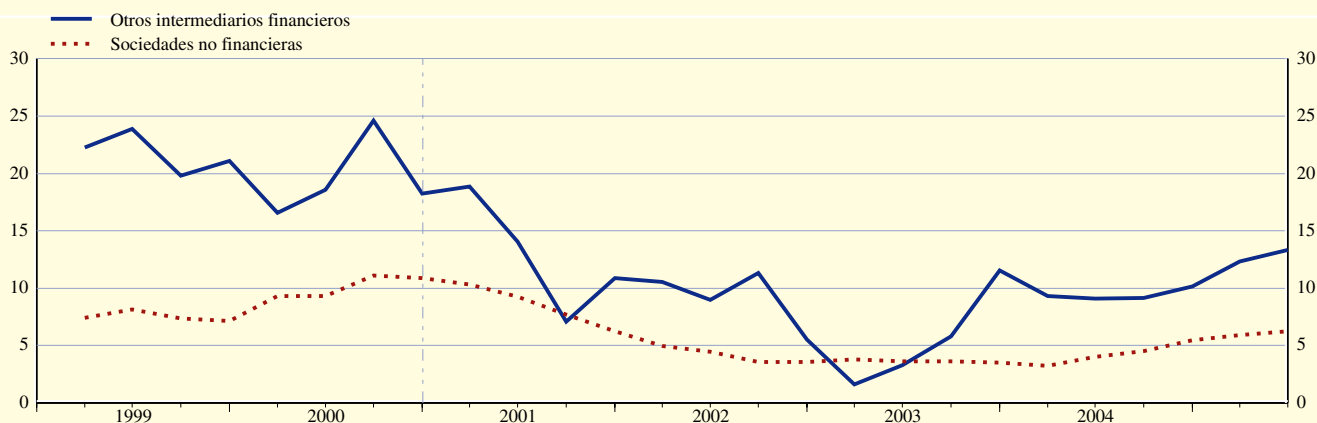
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	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	3.153,7	974,7	547,7	1.631,3
2005 Ene	55,5	38,6	547,5	339,2	3.170,9	980,9	556,6	1.633,4
Feb	59,1	41,3	551,2	345,0	3.174,4	982,6	552,3	1.639,5
Mar	58,2	39,7	560,1	350,0	3.190,7	985,0	554,7	1.650,9
Abr	59,3	40,6	556,7	343,4	3.216,3	993,0	559,7	1.663,6
May	62,1	42,9	567,7	351,9	3.235,1	994,4	564,3	1.676,4
Jun <sup>(p)</sup>	63,9	44,2	578,0	359,4	3.282,4	1.025,7	564,9	1.691,8
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	163,9	24,2	31,2	108,5
2005 Ene	6,6	7,0	-1,3	3,1	17,1	6,3	8,8	2,0
Feb	3,0	2,0	4,4	6,2	2,4	-1,3	-4,0	7,6
Mar	-1,0	-1,1	7,1	4,5	17,8	2,9	2,9	12,0
Abr	1,1	1,0	-3,1	-6,2	27,1	8,2	6,2	12,7
May	2,7	2,2	8,7	7,0	17,1	0,6	4,7	11,8
Jun <sup>(p)</sup>	1,9	1,3	9,3	7,1	29,4	18,1	0,4	10,9
Tasas de crecimiento								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	10,1	8,5	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 Ene	16,3	11,9	10,1	10,8	5,7	3,0	7,4	6,9
Feb	24,2	21,5	9,2	10,7	5,7	3,6	6,4	6,8
Mar	23,7	21,8	12,3	17,0	5,9	3,9	6,6	6,9
Abr	14,3	7,8	9,7	10,7	6,0	4,3	6,6	6,9
May	8,8	0,6	10,2	11,4	6,2	4,9	6,4	7,0
Jun <sup>(p)</sup>	17,8	10,7	13,3	17,6	6,2	4,9	6,4	7,0

### C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

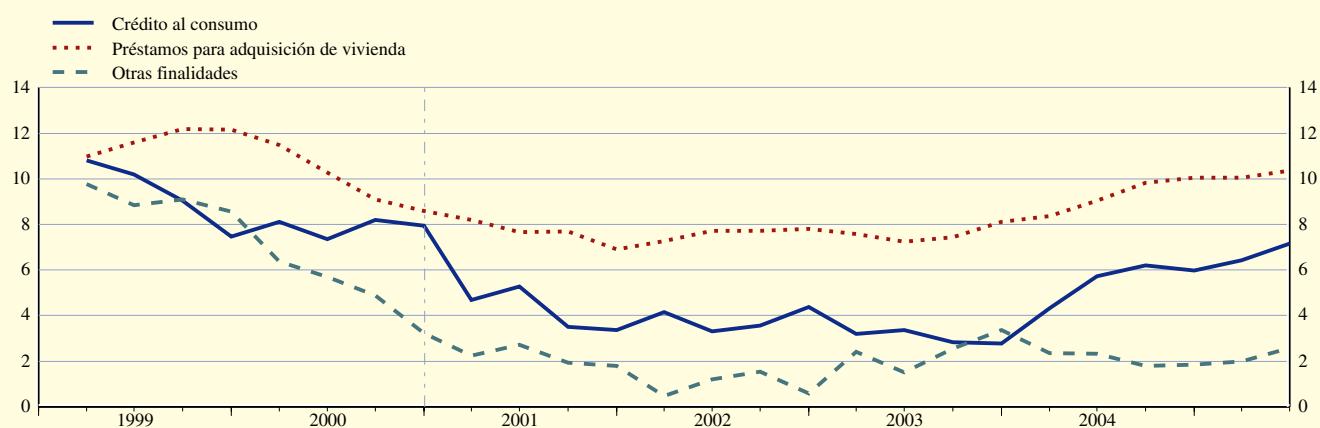
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,5	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,0	99,3	458,2
2005 Ene	3.823,0	515,1	121,2	188,4	205,5	2.607,1	14,2	65,6	2.527,3	700,9	143,6	98,5	458,8
Feb	3.838,1	514,8	119,9	188,9	205,9	2.621,9	14,1	65,6	2.542,2	701,4	143,4	98,4	459,6
Mar	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,2	14,3	67,1	2.558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
Abr	3.887,7	522,8	119,7	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,6	100,2	460,0
May	3.919,4	527,5	121,2	194,5	211,8	2.686,1	14,3	65,0	2.606,9	705,8	142,6	100,8	462,4
Jun <sup>(p)</sup>	3.991,4	537,7	125,3	196,9	215,5	2.733,0	16,2	65,5	2.651,3	720,6	154,9	100,6	465,1
<b>Operaciones</b>													
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	278,5	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,6	-0,9	2,0	11,5
2005 Ene	16,1	-0,2	0,3	-0,9	0,3	15,7	-0,4	-0,2	16,3	0,7	0,0	-0,8	1,4
Feb	16,8	0,1	-1,0	0,4	0,7	15,4	-0,1	0,1	15,4	1,3	0,1	-0,1	1,2
Mar	23,2	4,5	0,4	2,1	2,0	18,5	0,2	1,4	16,8	0,2	1,2	0,3	-1,3
Abr	26,3	4,1	-0,4	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,7	-1,7	0,1	2,2
May	30,8	4,9	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	2,9	-0,1	0,7	2,2
Jun <sup>(p)</sup>	47,0	9,3	4,1	2,4	2,7	28,6	0,3	0,5	27,8	9,2	6,6	-0,2	2,8
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	6,3	4,8	7,0	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,1	2,6
2005 Ene	8,1	6,6	8,0	5,2	7,0	10,1	5,4	5,9	10,3	2,3	0,8	2,1	2,9
Feb	8,1	6,4	7,9	4,9	7,0	10,2	5,4	6,2	10,3	2,2	2,1	1,7	2,4
Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
Abr	8,0	6,4	6,5	4,6	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,3	0,5	2,5
May	8,2	7,2	8,4	5,7	8,0	10,1	5,0	5,9	10,3	2,3	2,2	1,2	2,6
Jun <sup>(p)</sup>	8,4	7,2	7,7	5,8	8,1	10,4	2,3	3,6	10,6	2,6	3,2	0,8	2,8

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

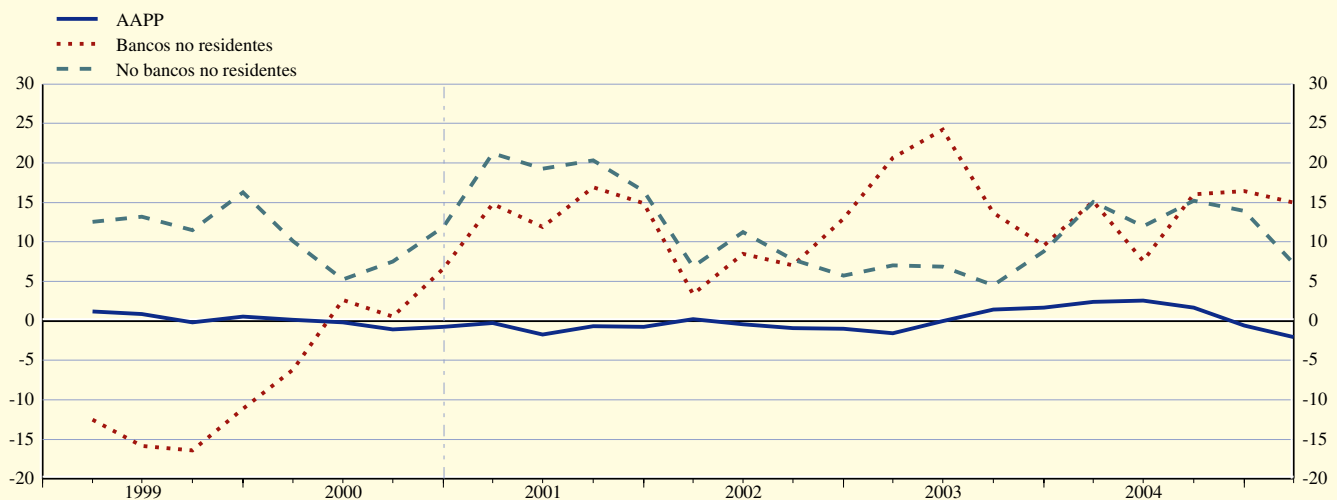
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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 <sup>(p)</sup>	806,6	131,9	248,1	404,1	21,6	2.136,5	1.468,7	667,9	62,9	605,1
<b>Operaciones</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-6,6	1,1	-4,2	-2,0	-2,2	124,7	103,3	21,5	1,5	20,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-2,0	-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 IFM<sup>1)</sup>

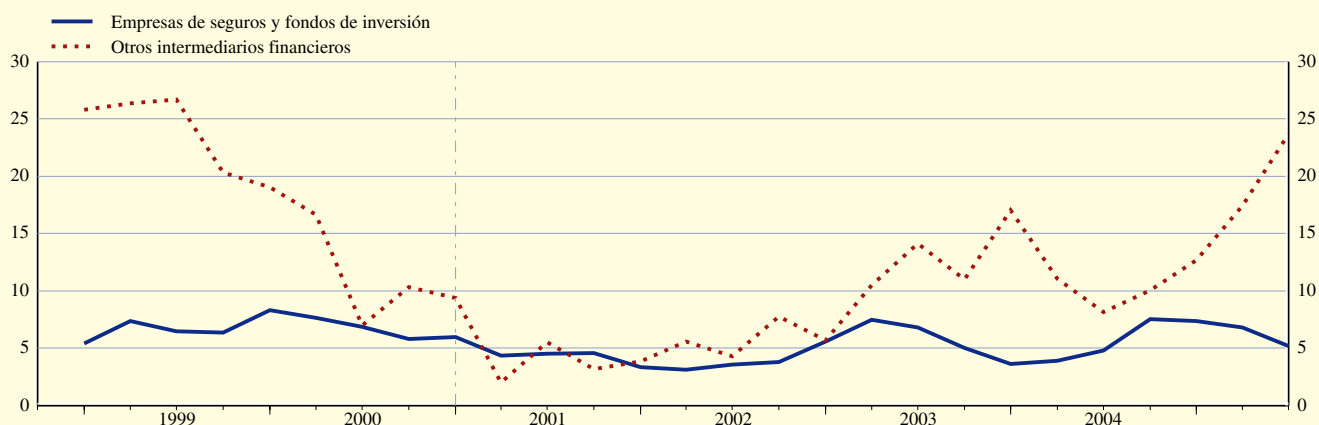
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos</b>														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	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	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
Abr	602,6	65,7	50,6	462,5	1,3	1,3	21,1	703,4	208,5	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
May	602,1	65,1	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	728,9	216,5	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
Jun <sup>(p)</sup>	596,4	61,9	48,2	463,0	1,2	1,6	20,5	764,9	225,3	152,8	234,1	11,6	0,1	141,0
<b>Operaciones</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	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	-0,5	3,4	0,1	0,0	-2,5	14,2	-0,8	0,3	13,5	-0,1	0,0	1,2
Abr	5,6	-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	-0,8	-0,8	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	23,2	7,1	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
Jun <sup>(p)</sup>	-6,1	-3,7	-2,3	1,1	0,0	0,0	-1,2	15,2	6,2	2,9	4,6	0,2	0,0	1,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	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	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,4	8,5	9,3	40,1	50,0	-	10,7
Abr	6,7	6,1	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	16,7	7,2	8,7	41,2	60,1	-	7,4
May	6,4	14,4	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,1	12,4	9,1	44,2	60,3	-	17,1
Jun <sup>(p)</sup>	5,2	3,1	15,2	4,8	21,7	33,1	-3,1	23,7	15,4	15,7	41,6	55,2	-	20,3

### C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

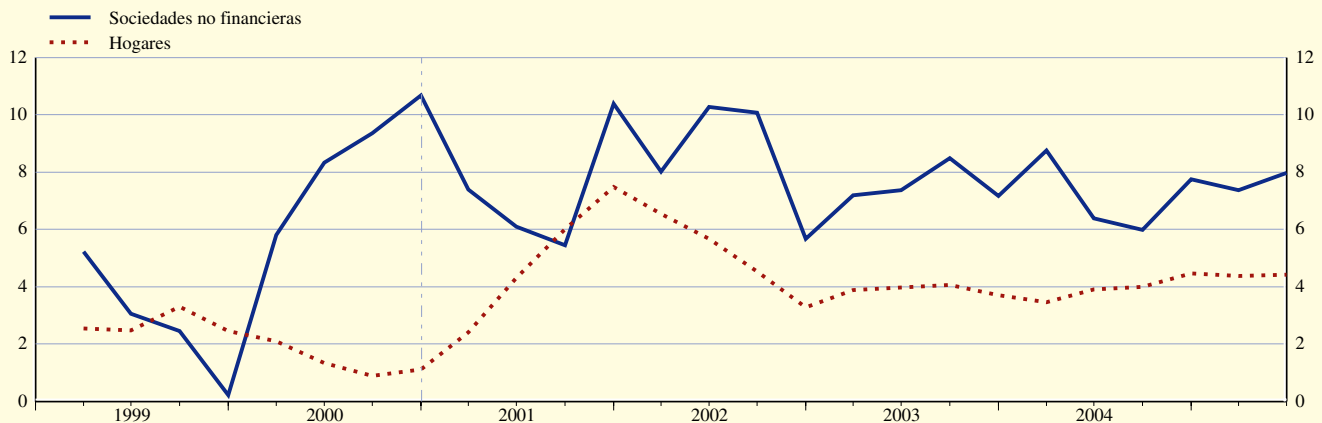
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos</b>														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 Ene	1.075,2	658,1	276,1	72,0	43,0	1,1	24,9	4.168,4	1.400,5	515,3	636,0	1.476,6	87,7	52,2
Feb	1.067,1	655,5	272,2	71,8	43,7	1,1	22,8	4.177,2	1.406,5	516,2	636,0	1.478,5	88,3	51,6
Mar	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
Abr	1.102,1	678,7	284,9	69,2	44,7	1,1	23,5	4.206,1	1.433,8	514,7	633,5	1.485,1	88,2	50,8
May	1.112,7	692,4	282,8	69,3	45,5	1,1	21,7	4.214,9	1.440,0	514,6	630,7	1.489,7	87,8	52,1
Jun <sup>(p)</sup>	1.141,3	721,5	279,7	75,0	42,1	1,6	21,4	4.252,4	1.607,8	515,5	633,8	1.356,9	87,3	51,2
<b>Operaciones</b>														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,8
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	5,3	1,2	0,0	2,7	0,6	-0,6
Mar	28,2	19,3	7,6	0,2	0,3	0,0	0,8	0,4	3,0	-2,7	-1,9	2,6	-0,1	-0,4
Abr	5,5	3,2	4,6	-2,9	0,7	0,0	-0,1	29,0	24,7	1,4	0,6	3,2	-0,4	-0,4
May	7,9	12,2	-3,1	-0,2	0,7	0,0	-1,8	7,2	5,9	-1,1	-2,9	4,4	-0,5	1,3
Jun <sup>(p)</sup>	18,0	22,4	-5,8	1,1	-0,2	0,7	-0,3	22,2	23,9	-2,6	-1,0	3,3	-0,5	-0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 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	0,3	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	9,4	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
Abr	7,7	9,3	7,0	-1,4	15,3	66,5	-11,2	4,7	7,2	-1,6	3,7	5,5	0,9	-2,9
May	7,0	10,3	2,9	-2,8	16,0	69,5	-16,7	4,5	6,6	-1,1	3,0	5,4	1,3	3,2
Jun <sup>(p)</sup>	8,0	10,1	5,6	0,2	15,5	75,7	-16,1	4,4	7,1	-1,1	2,7	4,8	1,2	1,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

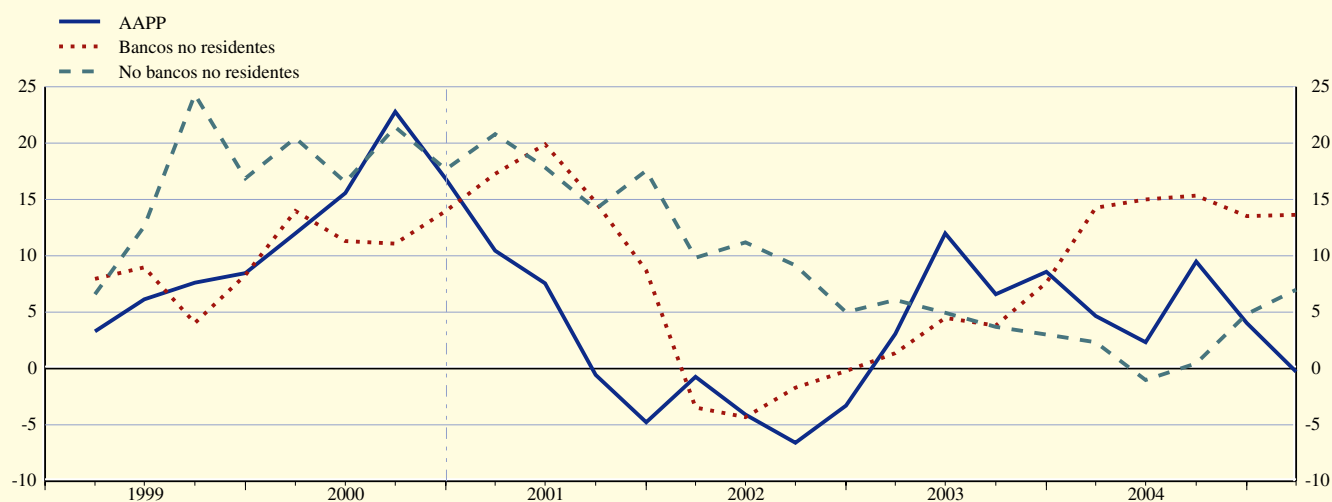
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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 <sup>(p)</sup>	269,9	126,3	33,4	67,3	42,9	2.669,1	1.934,6	733,3	105,1	628,1
<b>Operaciones</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-12,2	-11,4	2,8	-2,2	-1,4	188,0	145,7	41,0	1,7	39,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-0,3	-10,5	19,5	8,0	9,1	11,8	13,7	7,0	3,9	7,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

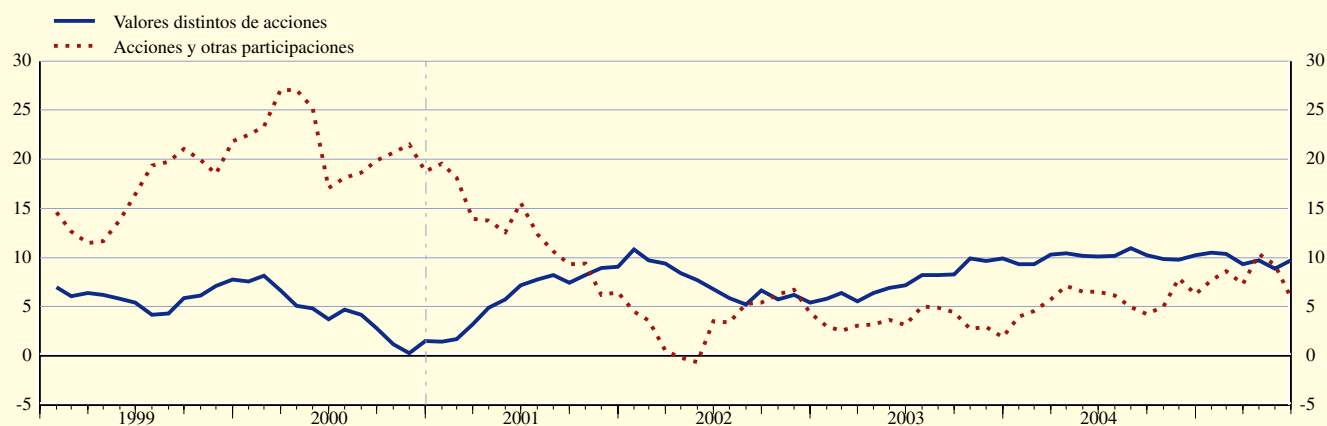
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	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	795,4	1.189,9	292,7	668,8	228,4
Feb	4.071,2	1.377,6	64,7	1.349,8	17,9	463,6	15,9	781,8	1.209,6	293,1	670,3	246,1
Mar	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,7	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
Abr	4.160,0	1.411,9	65,0	1.354,4	17,9	474,0	17,7	819,2	1.281,7	312,3	731,1	238,3
May	4.198,8	1.409,7	67,2	1.351,1	18,1	477,8	19,3	855,5	1.283,0	315,9	729,9	237,2
Jun <sup>(p)</sup>	4.254,0	1.434,1	67,5	1.363,6	15,7	484,7	20,5	868,0	1.235,1	294,6	706,2	234,4
<b>Operaciones</b>												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,5	148,1	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 Ene	79,0	2,7	3,9	33,4	2,5	4,7	-0,4	32,4	31,0	6,1	11,5	13,4
Feb	46,2	15,8	-0,4	29,5	-0,7	10,8	-0,3	-8,5	16,9	-0,1	-0,3	17,3
Mar	12,4	10,6	1,2	-7,5	-2,3	1,5	0,2	8,7	9,1	3,4	4,8	0,9
Abr	60,5	23,1	-2,1	9,5	1,9	8,3	1,2	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
May	16,6	-1,9	0,5	-6,2	-0,4	3,5	1,0	20,2	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
Jun <sup>(p)</sup>	35,7	23,7	-0,3	2,7	-2,7	6,3	1,0	4,9	-48,3	-15,1	-28,4	-4,9
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	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	10,4	10,5	16,2	5,5	18,7	11,1	-7,2	18,8	8,6	1,6	5,8	28,6
Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,2	-4,6	19,2	7,3	1,9	4,0	26,4
Abr	9,7	10,1	8,6	4,0	10,3	12,0	-0,2	18,7	10,4	5,5	9,3	21,4
May	8,9	9,0	10,6	1,3	7,3	11,5	10,8	21,4	9,2	5,1	8,7	17,4
Jun <sup>(p)</sup>	9,8	11,3	7,9	1,0	-10,2	11,8	13,5	23,2	5,9	1,1	6,5	10,7

## CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

## 2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,7	-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	-1,1	-0,5	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
Jun <sup>(p)</sup>	-1,8	-1,0	-0,1	-0,8	-0,1	0,0	-0,1

### 3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	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	6,0	0,5	0,1	2,9	0,1	0,3	0,1	2,2	7,8	0,8	3,0	4,1
Jun <sup>(p)</sup>	8,7	1,7	0,0	4,4	0,1	0,5	0,0	2,0	7,6	0,9	4,5	2,1

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 IFM<sup>1)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona de 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	6.779,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I <sup>(p)</sup>	4.820,7	91,0	9,0	5,5	0,4	1,4	1,1	6.833,0	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
IV	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I <sup>(p)</sup>	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	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 <sup>(p)</sup>	4.575,3	-	-	-	-	-	8.476,0	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,0	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 I	1.341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1.735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
II	1.359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.794,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
III	1.385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1.793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
IV	1.422,6	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 <sup>(p)</sup>	1.455,5	95,4	4,6	2,0	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 I	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
II	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
III	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
IV	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I <sup>(p)</sup>	361,8	49,1	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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2003 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	1.472,8	72,1	1.400,6	1.095,3	281,0	144,4	152,6
IV	3.509,0	240,1	1.497,6	71,9	1.425,7	1.157,8	293,7	146,9	172,9
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	265,5	1.560,5	72,8	1.487,7	1.222,8	315,9	151,1	193,0

### 2. Pasivo

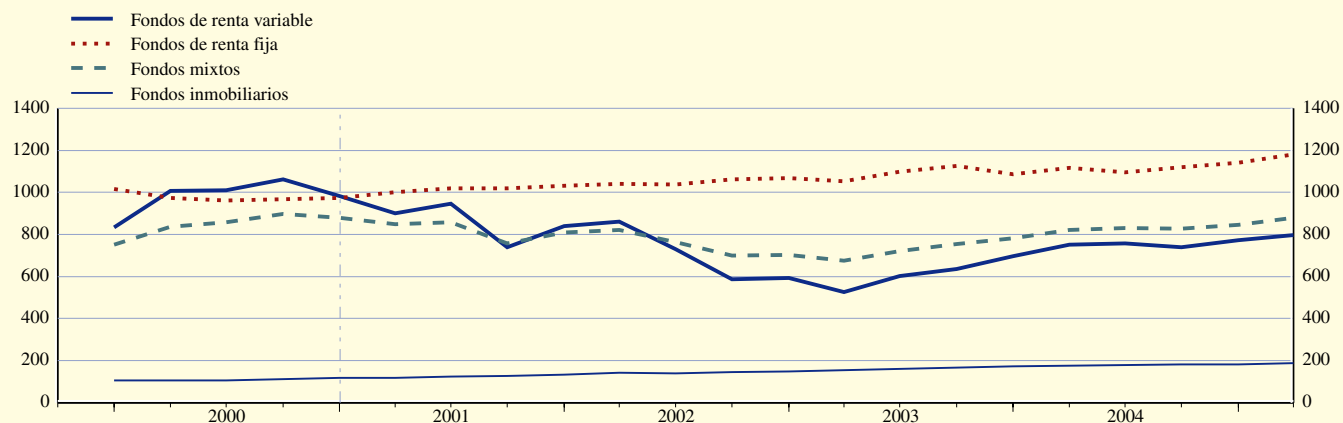
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2003 IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	56,0	3.478,4	174,4

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2003 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	3.509,0	772,4	1.140,9	844,4	182,3	568,9	2.588,3	920,7
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	797,1	1.179,4	879,5	186,2	666,5	2.758,1	950,6

## 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
<b>Fondos de renta variable</b>									
2003 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	33,0	3,7	29,3	625,3	25,1	-	25,1
IV	772,4	28,5	33,9	3,7	30,2	653,4	28,0	-	28,6
2005 I <sup>(p)</sup>	797,1	31,2	33,9	3,7	30,3	674,9	28,9	-	28,2
<b>Fondos de renta fija</b>									
2003 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	1.140,9	77,5	943,6	39,9	903,7	36,9	23,4	-	59,5
2005 I <sup>(p)</sup>	1.179,4	90,3	964,0	41,3	922,7	36,4	26,0	-	62,6
<b>Fondos mixtos</b>									
2003 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	844,4	50,4	347,0	20,1	326,8	281,6	121,3	0,2	43,9
2005 I <sup>(p)</sup>	879,5	55,9	358,5	20,8	337,7	290,3	124,1	0,1	50,6
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2003 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	182,3	14,6	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,8	8,0
2005 I <sup>(p)</sup>	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3

**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
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2003 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	974,3	872,6	213,2	124,0	105,5
IV	2.588,3	201,2	992,9	926,0	221,4	127,4	119,4
2005 I <sup>(p)</sup>	2.758,1	223,5	1.045,0	979,2	240,2	130,7	139,5
<b>Fondos de inversiones especiales</b>							
2003 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	920,7	38,9	504,7	231,8	72,3	19,5	53,5
2005 I <sup>(p)</sup>	950,6	42,1	515,5	243,6	75,7	20,4	53,5

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales			
				4	5	6	7				11
<b>Saldos vivos</b>											
2003 III	15.183,4	5.762,1	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	184,7	345,3
IV	15.597,7	5.884,1	352,4	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	16.512,4	6.235,7	413,5	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,9	385,3
<b>Operaciones</b>											
2003 III	128,3	12,5	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,8	17,1
IV	167,7	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 I	147,7	28,5	-1,6	-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	175,5	167,5	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,8	1,5
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2003 III	4,9	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,9	24,9
IV	4,7	5,6	21,2	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 <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
<b>Saldos vivos</b>										
2003 III	1.951,1	186,5	1.764,6	3.638,0	1.769,9	1.868,1	408,7	3.832,2	3.460,8	371,5
IV	1.913,1	191,2	1.721,8	3.924,6	2.028,9	1.895,7	406,6	3.875,9	3.504,3	371,6
2004 I	1.927,8	198,3	1.729,5	4.028,0	2.077,5	1.950,5	420,9	3.939,9	3.559,4	380,5
II	1.958,0	214,6	1.743,4	4.076,1	2.133,7	1.942,4	424,3	3.991,6	3.607,6	384,0
III	1.980,5	216,0	1.764,5	4.044,8	2.107,2	1.937,6	424,6	4.056,5	3.669,6	386,9
IV	1.979,9	207,0	1.772,9	4.180,0	2.228,5	1.951,5	406,7	4.116,7	3.727,1	389,7
<b>Operaciones</b>										
2003 III	11,9	2,4	9,5	45,6	23,6	22,1	2,7	58,3	54,9	3,4
IV	2,0	9,9	-8,0	-18,6	-18,5	-0,1	-10,2	56,8	57,3	-0,5
2004 I	9,4	6,5	2,9	37,9	7,9	30,0	15,1	71,9	62,0	9,9
II	33,6	15,0	18,6	58,6	58,2	0,4	-0,6	54,6	50,1	4,5
III	17,2	1,6	15,5	14,5	11,5	3,0	-2,3	62,1	58,2	3,9
IV	-9,8	-10,7	0,9	-49,0	-38,0	-11,0	-16,5	66,9	63,1	3,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 III	-1,7	-9,1	-0,7	4,4	1,6	7,2	9,3	6,3	6,7	3,5
IV	-1,1	-4,7	-0,7	4,1	1,2	7,1	8,5	6,8	7,1	3,9
2004 I	-0,8	-0,6	-0,8	3,7	2,2	5,1	2,8	6,7	6,9	4,8
II	2,9	18,2	1,3	3,4	4,1	2,9	1,7	6,4	6,6	4,7
III	3,2	17,7	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,4	6,6	4,8
IV	2,6	6,5	2,2	1,6	2,0	1,2	-1,1	6,6	6,7	6,0

Fuente: BCE.

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

### 3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario	
		Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares <sup>1)</sup>			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Saldos vivos														
2003 III	16.293,4	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	3.749,1	1.174,6	2.574,5	4.186,1	292,9	3.893,2	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	123,4	147,7	140,0	2,0	-9,4	11,3	61,7	21,0	40,7	84,0	6,1	77,8	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	2,8	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 <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18
	Saldos vivos													
2003 III	1.092,1	483,9	608,2	60,6	115,2	3.794,9	62,7	44,3	19,0	164,8	3.548,4	3.022,8	525,7	
IV	1.151,9	520,6	631,3	64,1	107,8	3.851,0	51,9	35,4	21,0	189,9	3.588,1	3.061,6	526,5	
2004 I	1.198,2	537,0	661,2	63,4	111,3	3.936,5	61,6	46,3	21,5	190,9	3.662,5	3.123,6	538,9	
II	1.207,0	535,8	671,2	63,6	112,2	3.993,4	69,6	53,7	22,0	193,3	3.708,6	3.165,5	543,1	
III	1.207,6	528,3	679,2	63,1	114,0	4.038,1	69,5	52,5	20,4	185,7	3.762,5	3.214,7	547,7	
IV	1.240,7	550,8	689,9	68,3	115,0	4.106,7	64,1	48,6	21,3	207,1	3.814,2	3.264,0	550,2	
	Operaciones													
2003 III	9,6	4,6	5,0	-4,3	1,4	57,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,7	49,9	4,8	
IV	21,3	5,9	15,4	4,1	-7,2	45,9	-10,8	-8,9	1,9	5,0	49,8	49,5	0,2	
2004 I	16,6	-0,4	17,0	-0,8	3,6	80,6	9,6	10,8	0,4	0,8	69,8	56,4	13,4	
II	0,0	-7,4	7,4	-0,1	1,1	58,7	7,6	7,0	0,5	0,1	50,5	45,3	5,2	
III	9,0	3,4	5,6	-0,5	2,0	59,3	-0,1	-1,1	-1,3	2,1	58,6	52,9	5,7	
IV	7,6	2,1	5,5	5,3	1,5	49,9	-5,1	-3,6	0,6	0,1	54,3	50,8	3,5	
	Tasas de crecimiento													
2003 III	4,0	-0,6	7,6	17,7	4,6	6,2	6,7	9,4	2,8	2,8	6,4	6,9	3,6	
IV	5,1	1,9	7,6	11,3	-1,0	6,9	12,9	12,7	13,4	6,2	6,8	7,3	4,2	
2004 I	6,5	3,2	8,8	5,9	-0,1	6,7	0,9	8,5	16,3	8,3	6,7	7,1	4,9	
II	4,5	0,6	7,5	-1,7	-0,9	6,5	14,0	18,8	18,4	3,5	6,4	6,8	4,5	
III	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,4	10,2	17,5	8,4	4,8	6,4	6,8	4,7	
IV	2,9	-0,4	5,6	6,2	7,6	6,5	23,3	36,9	1,5	1,6	6,5	6,7	5,3	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

### 3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

#### 1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	338,2	1.136,1	-797,1	-0,9	0,0	1.951,2	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	49,7
1998	404,8	1.201,3	-823,6	27,0	0,2	2.419,2	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	54,6
1999	444,5	1.290,9	-863,7	17,1	0,2	3.117,8	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	47,9
2000	486,6	1.394,2	-913,1	22,2	-16,7	2.910,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	23,5
2001	466,2	1.449,6	-973,6	-11,8	2,0	2.590,6	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-19,4
2002	413,7	1.439,3	-1.005,4	-21,3	1,1	2.292,7	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	33,5
2003	433,1	1.464,8	-1.034,5	2,4	0,5	2.403,0	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	19,8

	Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	472,7	1.468,2	-1.005,4	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	443,5	1.472,8	-1.034,5	5,2	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

#### 2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,4	-597,9	360,9	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,5	647,0	437,1	55,0	174,1	194,9

#### 3. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	154,1	374,7	-210,3	441,3	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3.852,4	16,0
1998	171,4	387,8	-215,1	453,0	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3.954,9	15,0
1999	185,5	418,2	-230,2	478,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4.105,3	14,1
2000	200,4	442,2	-239,5	433,8	66,2	35,3	122,6	245,9	407,7	607,5	226,4	224,7	4.329,8	14,0
2001	192,1	452,6	-256,5	414,1	180,7	82,7	45,4	229,1	430,0	650,1	176,2	174,3	4.619,4	14,1
2002	186,9	463,8	-260,6	469,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	443,3	661,2	213,2	211,1	4.747,8	13,9
2003	209,3	485,0	-268,7	515,9	224,2	16,6	83,6	229,8	465,0	697,9	260,2	257,9	4.904,2	14,2

Fuente: BCE.

- Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.
- Excluidos los derivados financieros.
- Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.
- Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.



## MERCADOS FINANCIEROS

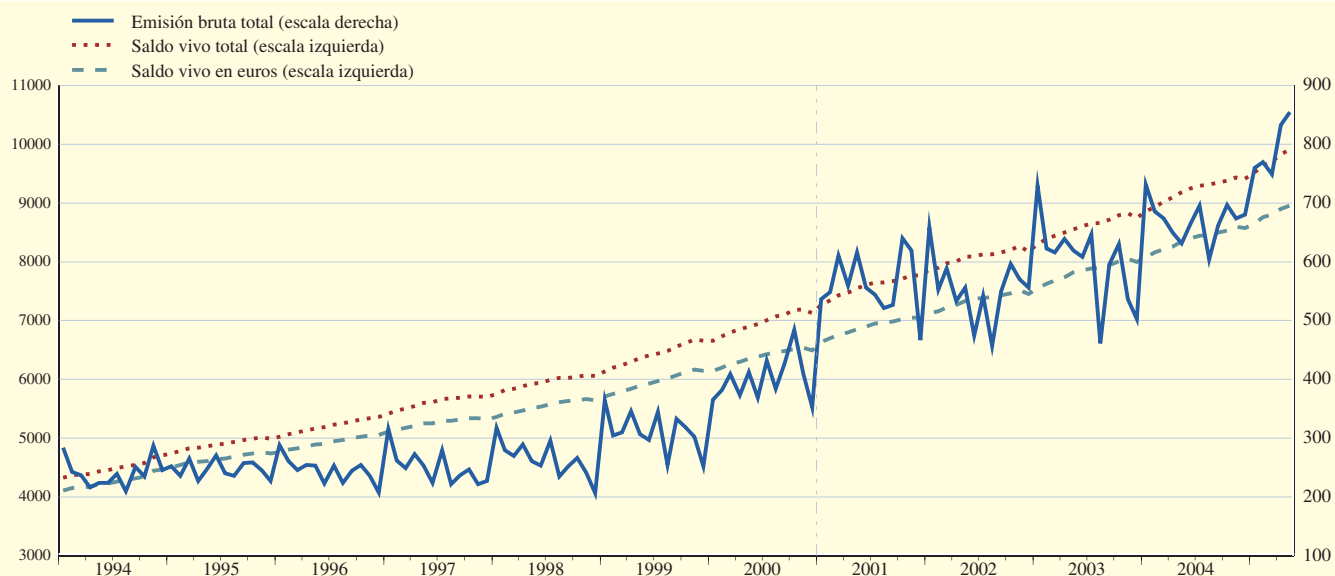
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2004 May	9.625,4	649,2	549,6	99,6	9.179,2	630,9	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	9.791,7	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
Sep	9.904,6	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	9.435,5	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
Dic	10.025,0	706,3	701,2	5,1	9.408,3	680,1	702,3	-22,2	91,1	95,3	95,2	-21,0
2005 Ene	10.091,1	763,2	709,4	53,8	9.522,9	759,5	675,9	83,6	90,8	93,8	95,6	66,1
Feb	10.212,0	793,1	675,4	117,7	9.637,1	769,2	654,2	115,1	90,9	94,5	95,1	104,5
Mar	10.320,5	797,1	689,1	108,0	9.705,9	749,2	693,7	55,5	90,7	93,9	94,9	45,0
Abr	.	.	.	.	9.822,4	833,1	728,8	104,3	90,6	94,4	95,9	87,9
May	.	.	.	.	9.912,5	854,6	789,4	65,2	90,3	95,4	95,6	60,5
<b>A largo plazo</b>												
2004 May	8.718,7	174,8	72,0	102,8	8.234,7	156,6	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	9.104,6	148,2	123,0	25,1	8.496,1	135,7	119,2	16,5	91,4	91,6	90,4	16,6
2005 Ene	9.175,1	198,4	137,7	60,8	8.585,7	195,0	130,7	64,3	91,1	89,7	93,8	52,2
Feb	9.291,6	220,9	106,9	114,0	8.689,2	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
Mar	9.368,5	203,1	126,8	76,3	8.758,4	184,0	124,4	59,6	91,0	88,9	90,0	51,5
Abr	.	.	.	.	8.843,4	180,1	104,9	75,2	90,9	90,1	94,0	63,7
May	.	.	.	.	8.930,9	164,3	99,0	65,3	90,7	90,8	91,3	58,8

### 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	735	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	601	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
IV	9.408	3.710	735	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 I	9.706	3.845	755	611	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
2005 Feb	9.637	3.800	743	606	4.229	259	90,9	83,6	90,6	87,7	97,6	95,7
Mar	9.706	3.845	755	611	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
Abr	9.822	3.903	776	619	4.261	263	90,6	83,0	90,7	87,7	97,6	95,7
May	9.913	3.935	796	626	4.293	262	90,3	82,6	90,7	87,6	97,4	95,9
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	947	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
2005 Feb	948	456	8	106	372	6	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	87,4
Mar	947	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	97,5	96,7	98,5	81,2
May	982	476	8	114	378	5	87,1	75,7	97,6	97,2	98,4	81,8
Total a largo plazo <sup>1)</sup>												
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	728	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	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
IV	8.496	3.263	728	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 I	8.758	3.390	747	506	3.861	254	91,0	84,2	90,6	85,9	97,5	95,9
2005 Feb	8.689	3.344	735	500	3.858	253	91,2	84,4	90,5	85,8	97,5	95,9
Mar	8.758	3.390	747	506	3.861	254	91,0	84,2	90,6	85,9	97,5	95,9
Abr	8.843	3.422	768	509	3.888	257	90,9	83,9	90,6	85,7	97,5	96,0
May	8.931	3.459	788	512	3.915	257	90,7	83,5	90,7	85,5	97,3	96,2
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	427	412	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,1	97,4	95,8
2005 Feb	6.492	1.957	418	407	3.518	193	91,6	83,5	84,1	85,0	97,4	95,8
Mar	6.516	1.966	427	412	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,1	97,4	95,8
Abr	6.553	1.971	430	413	3.541	199	91,4	82,9	84,1	85,0	97,4	95,9
May	6.600	1.982	433	415	3.571	199	91,2	82,7	83,9	84,7	97,3	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	1.868	1.147	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,1	97,7	96,6
2004 II	1.715	1.049	266	66	277	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	1.868	1.147	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,1	97,7	96,6
2005 I	1.957	1.211	318	80	291	58	90,5	86,3	98,9	89,2	98,0	96,3
2005 Feb	1.921	1.181	314	79	287	59	90,7	86,5	99,0	89,1	97,7	96,5
Mar	1.957	1.211	318	80	291	58	90,5	86,3	98,9	89,2	98,0	96,3
Abr	2.007	1.232	334	81	302	58	90,4	86,1	98,9	88,5	98,0	96,3
May	2.038	1.250	352	82	297	58	90,3	85,8	98,9	88,6	98,0	97,2

Fuente: BCE.

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

## 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor

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

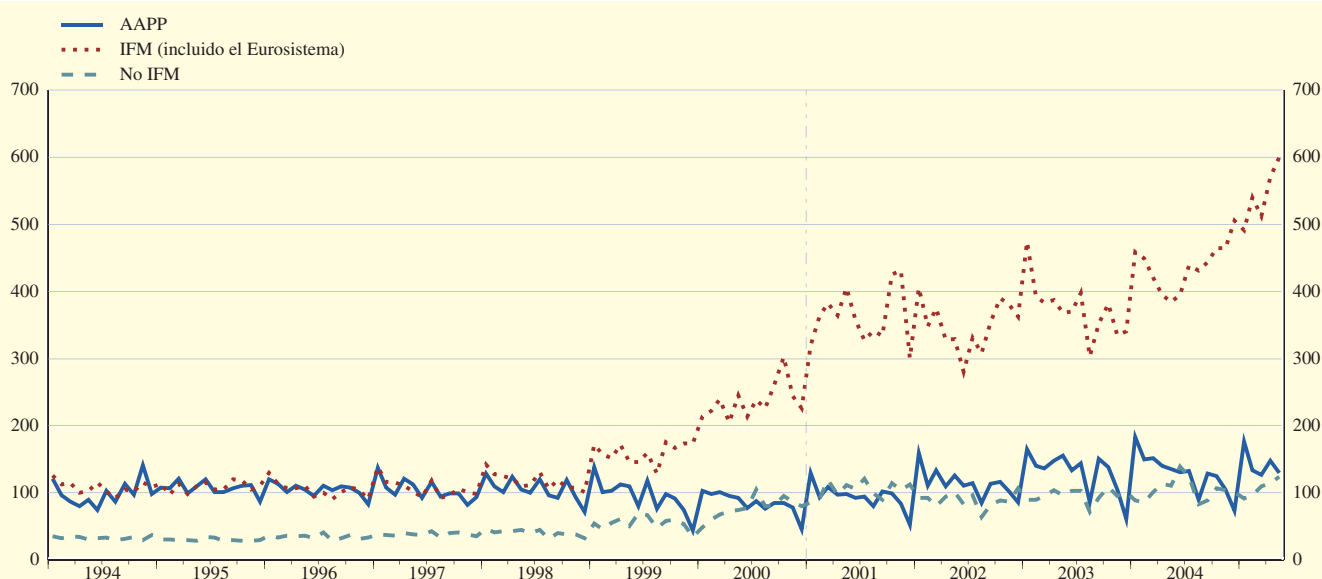
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.206,3	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	87,4	1.284,7	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.045,9	5.249,8	221,9	1.027,8	1.463,6	82,8	1.190,9	405,7	69,2	60,4	619,7	35,9
2004 II	1.945,0	1.173,3	64,1	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	2.050,8	1.434,1	84,0	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 I	2.278,0	1.542,6	49,9	248,1	412,5	25,0	386,6	136,5	21,1	15,1	198,9	14,9
2005 Feb	769,2	539,5	15,2	81,2	125,8	7,6	127,3	50,9	5,1	3,3	63,6	4,6
Mar	749,2	512,2	24,9	84,6	120,5	7,0	117,1	40,9	12,0	8,2	52,5	3,4
Abr	833,1	569,9	30,4	84,7	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
May	854,6	599,8	27,3	97,1	126,3	4,1	97,6	24,5	5,6	2,9	63,4	1,1
	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	617,9	403,5	108,7	31,7	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	174,8	105,0	46,4	7,4	11,7	4,4
2005 I	1.699,5	1.261,3	12,4	228,9	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
2005 Feb	569,8	429,4	4,6	76,8	56,1	2,9	65,0	54,2	5,5	0,7	4,5	0,1
Mar	565,2	423,6	3,5	74,7	60,2	3,2	57,7	41,9	9,2	1,4	4,9	0,3
Abr	653,0	501,8	4,2	79,1	65,2	2,8	67,4	33,4	19,1	1,6	11,8	1,5
May	690,3	537,3	2,4	91,7	56,0	2,8	60,1	33,8	19,2	2,1	4,8	0,2

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

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



Fuente: BCE.

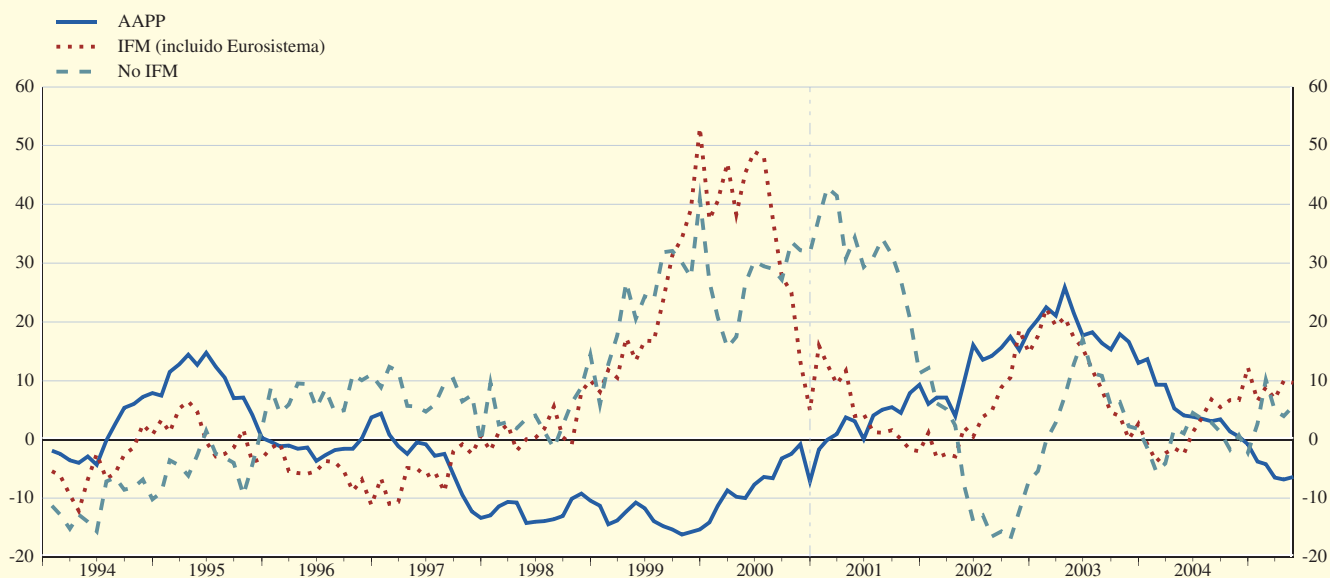
1) La diferencia residual entre el total de los valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo fijo y a tipo variable, se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.



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

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2003	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,8	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	11,6	3,2	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,5
2004 Dic	7,2	9,3	11,1	1,6	5,0	14,4	5,0	12,3	22,3	-3,9	-1,3	51,2
2005 Ene	7,0	8,7	11,0	3,1	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,5	-4,1	32,7
Feb	7,4	9,3	11,2	3,4	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,6
Mar	7,1	8,7	14,5	4,9	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	2,8	-7,0	36,4
Abr	7,5	8,9	16,5	5,9	4,8	12,8	2,0	10,0	46,3	1,8	-7,1	16,3
May	7,2	8,4	19,1	5,3	4,2	11,7	2,2	9,7	43,7	3,8	-6,6	11,9
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	2,8	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	15,1	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	1,8	4,8	14,6	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2005 I	6,7	7,7	14,9	2,5	5,0	13,9	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,3
2004 Dic	6,8	8,4	14,2	0,4	5,0	14,6	5,1	14,5	15,1	-2,5	-1,4	49,7
2005 Ene	6,6	7,3	14,2	2,4	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
Feb	6,9	7,8	14,4	2,8	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,8
Mar	6,7	7,3	18,2	4,6	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,0	-6,8	39,4
Abr	7,2	7,6	20,1	5,7	4,8	13,0	2,0	11,4	42,6	3,7	-6,9	10,3
May	6,9	7,4	23,0	5,2	4,2	12,1	2,4	11,9	40,2	6,1	-6,6	3,4

**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 y de las tasas de crecimiento.

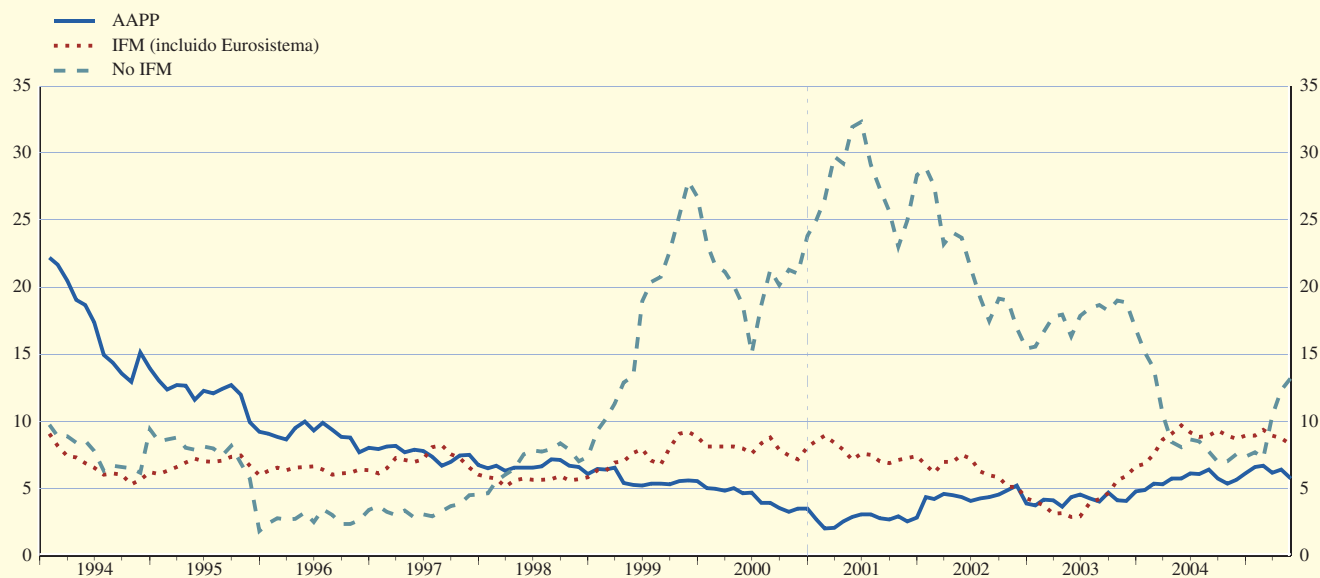
#### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,0	6,4	3,1	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,2	0,6	26,5
2004 II	5,4	3,8	8,3	2,5	5,9	15,2	15,8	18,9	25,1	-2,4	1,1	30,2
2004 III	4,9	3,0	3,5	1,1	6,2	13,5	17,5	19,1	27,0	18,3	3,3	25,2
2004 IV	4,3	2,3	2,6	0,7	5,7	12,3	17,7	20,2	22,5	29,4	2,3	18,8
2005 I	4,7	2,7	3,9	-0,9	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	29,7	7,7	12,4
2004 Dic	4,5	2,5	3,2	-1,1	6,0	12,8	18,0	19,2	23,9	32,9	5,1	17,2
2005 Ene	4,8	2,9	3,6	-0,7	6,2	14,9	18,0	18,5	22,7	30,0	9,4	14,4
2005 Feb	4,9	2,8	3,6	-1,8	6,8	12,9	18,4	20,3	22,6	28,0	6,5	11,9
2005 Mar	4,5	2,3	5,8	1,1	5,6	13,7	19,1	19,6	28,3	29,5	9,3	5,1
2005 Abr	5,1	2,4	5,5	2,8	6,4	15,1	19,2	18,8	34,4	28,6	7,8	5,4
2005 May	4,6	2,2	6,2	1,5	5,6	15,1	19,2	17,9	39,6	27,2	7,7	1,7
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	27,3	8,5	0,5	25,4
2004 II	5,1	2,0	12,4	1,0	6,0	15,0	15,4	18,2	25,1	-0,4	1,1	28,9
2004 III	4,7	1,2	7,5	-0,5	6,4	13,8	16,9	18,2	27,3	15,9	3,3	24,1
2004 IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,5	22,8	26,9	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,4	6,2	13,8	17,6	18,2	24,1	29,0	7,8	13,0
2004 Dic	4,1	0,7	6,8	-3,0	6,0	12,9	17,5	18,3	24,2	31,9	5,1	18,0
2005 Ene	4,3	0,7	7,5	-2,3	6,1	14,9	17,4	17,5	23,0	29,2	9,5	15,1
2005 Feb	4,4	0,4	7,5	-3,5	6,7	13,0	17,5	18,9	22,9	27,2	6,6	12,4
2005 Mar	4,2	0,2	10,2	0,0	5,6	13,9	18,2	18,0	28,6	29,1	9,7	5,3
2005 Abr	4,8	0,2	9,2	2,0	6,4	15,4	18,6	17,7	34,7	26,9	8,2	5,6
2005 May	4,3	0,1	10,3	0,8	5,6	15,5	19,0	17,1	39,7	25,4	8,1	2,8

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

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

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

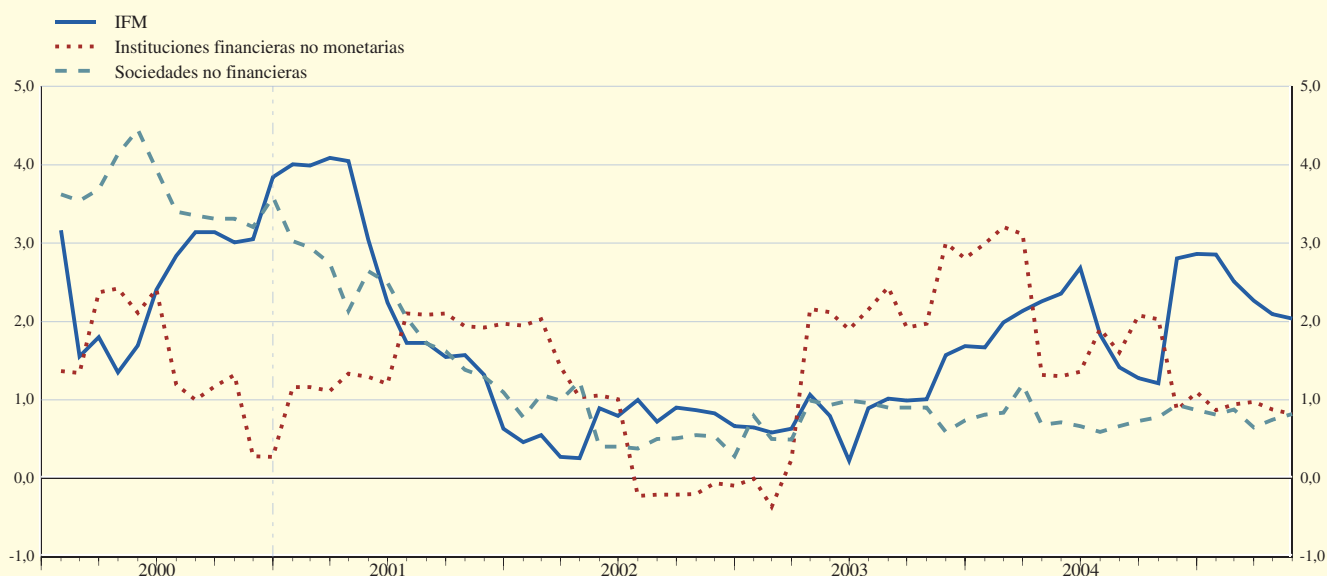
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de 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 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	102,7	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3.142,9	0,7
Abr	4.094,1	102,9	1,0	655,5	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,8
May	4.279,1	103,0	1,0	684,6	2,0	414,0	0,8	3.180,5	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 euro<sup>1)</sup>

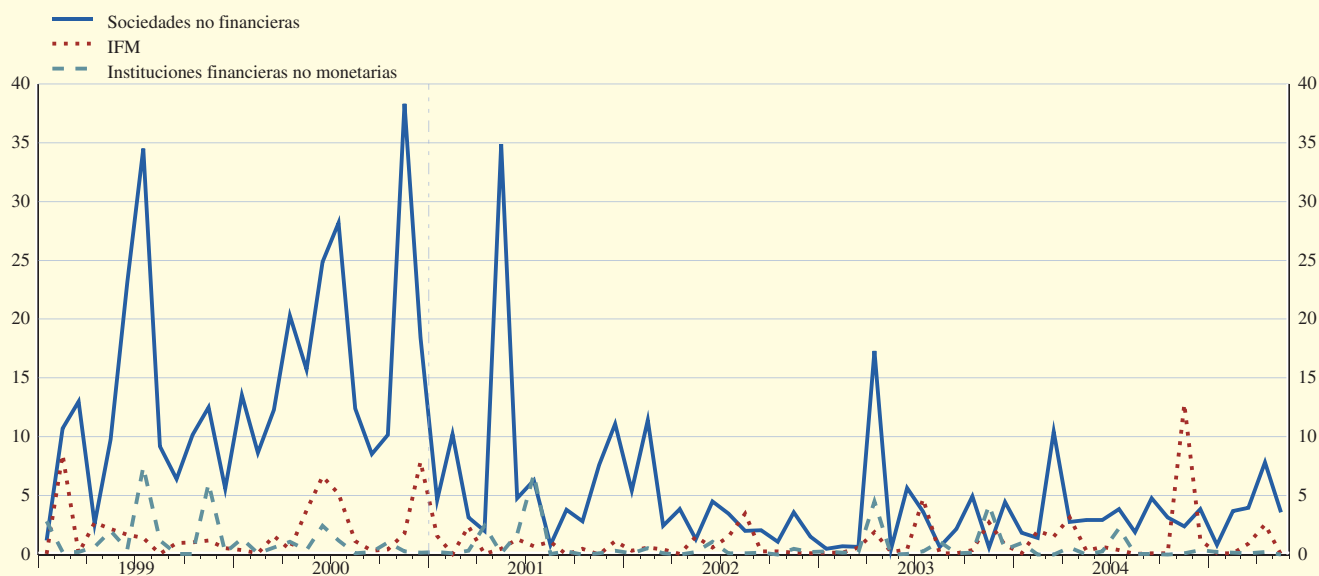
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

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

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

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	0,74	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	2,33	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	2,00	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
May	0,75	1,93	2,01	2,21	1,98	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
May	9,64	6,83	6,55	8,00	7,78	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,87	4,68	4,61

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2004 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	4,10
Feb.		5,32	3,91	4,76	4,36	3,02	3,34	3,81
Mar		5,28	3,89	4,51	4,32	3,02	3,48	4,11
Abr		5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,54	3,99
May		5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,61	3,80

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	0,74	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,72	2,01
Feb	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,69	2,00
Mar	0,74	1,91	3,22	1,97	2,47	0,94	2,09	3,75	1,99
Abr	0,74	1,92	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,61	1,99
May	0,75	1,92	3,19	1,98	2,43	0,95	2,11	3,50	2,00

#### 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 Jun	4,84	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	4,38	4,74	8,03	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37	
May	4,66	4,36	4,71	8,03	6,86	5,74	4,32	3,85	4,35	

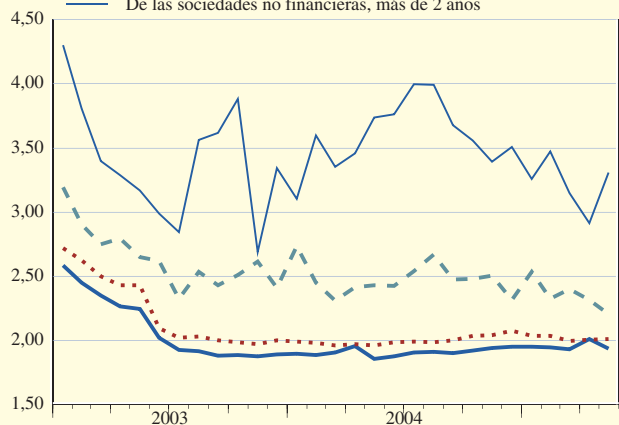
#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

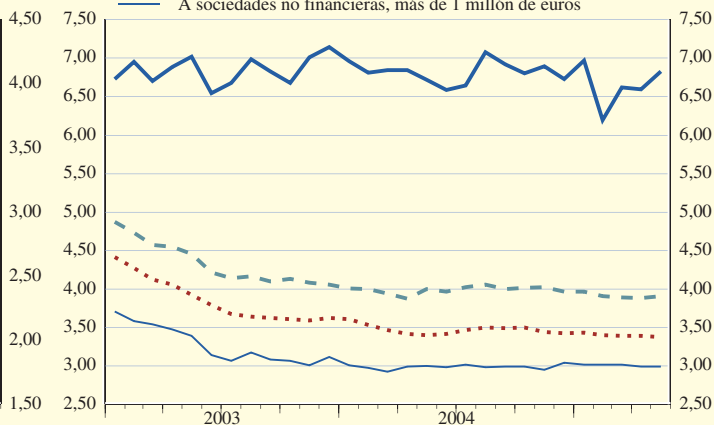
#### C20 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

— De los hogares, hasta 1 año  
 - - - De las sociedades no financieras, hasta 1 año  
 - - - De los hogares, más de 2 años  
 — De las sociedades no financieras, más de 2 años



— A hogares para consumo  
 - - - A hogares para adquisición de vivienda  
 - - - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros  
 — A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE.

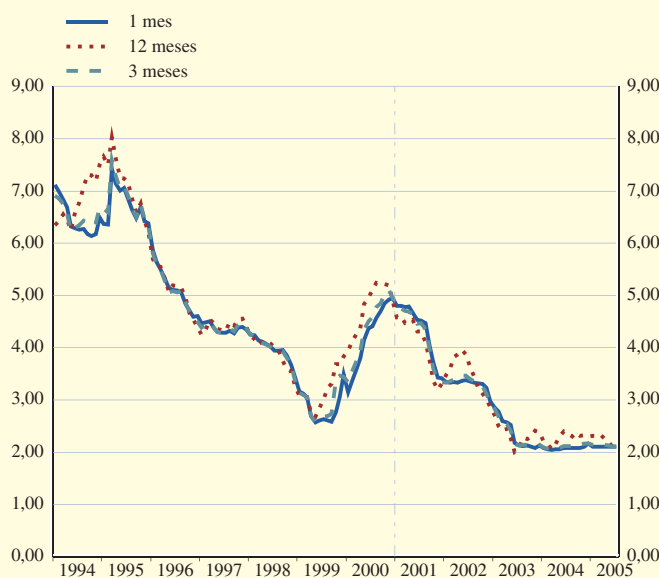
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 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 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
Jul	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06

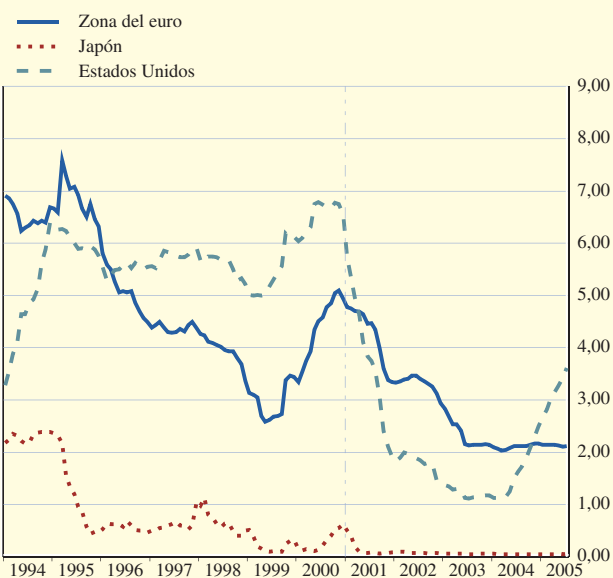
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



#### C22 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

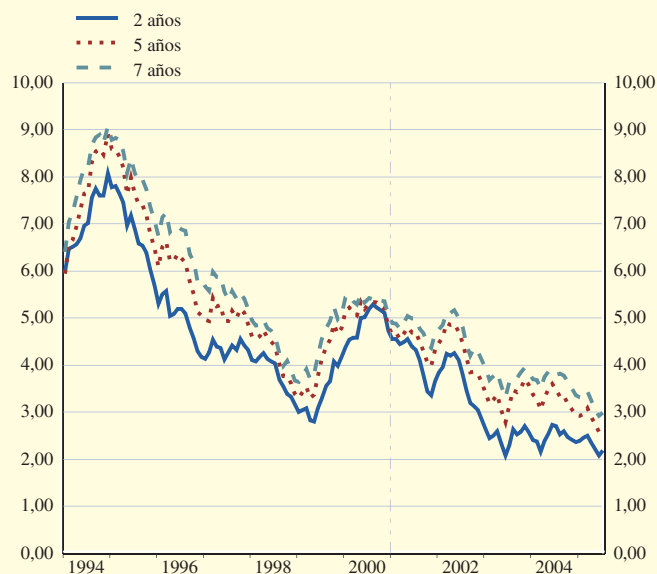
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 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 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	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
Jul	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26

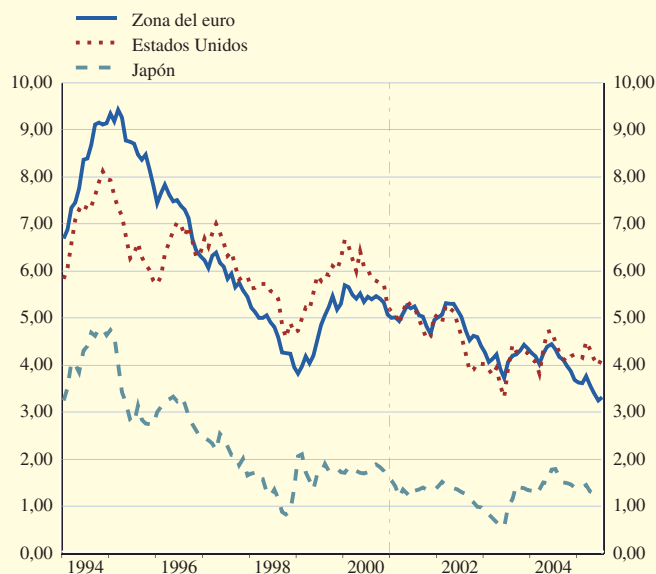
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



## C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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



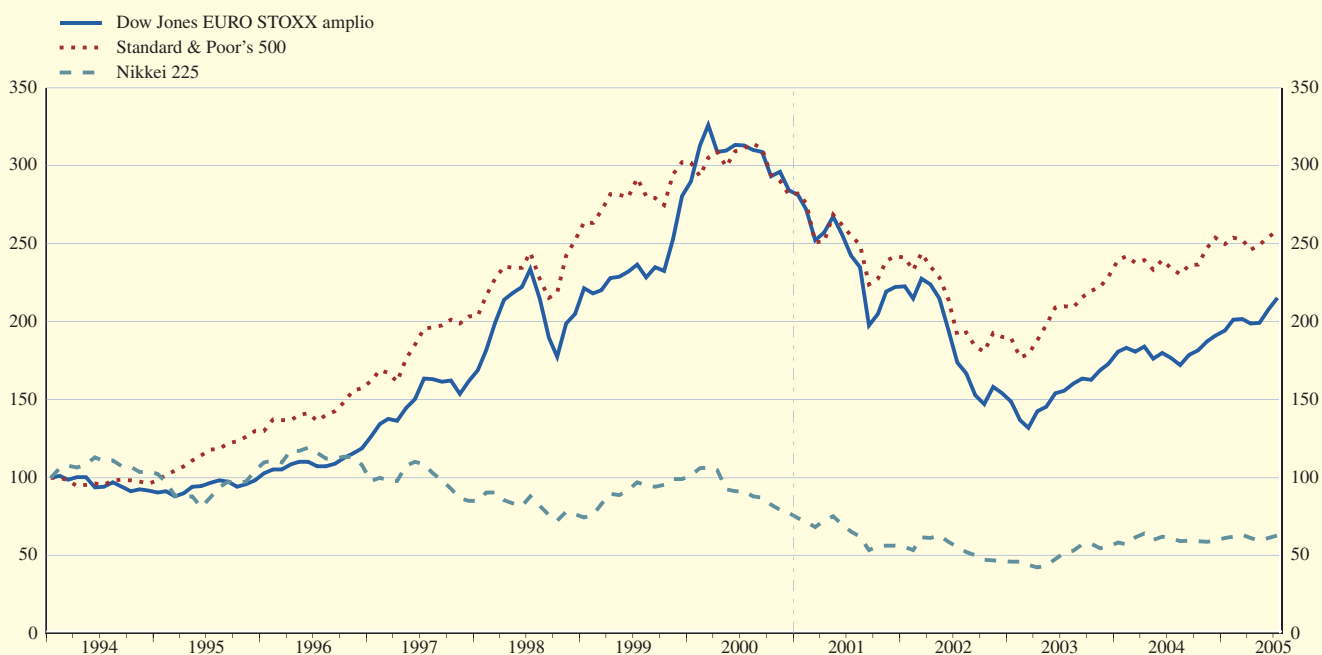
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 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 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
Jul	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 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
II	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,3	0,1	4,5	0,5
2005 Feb	116,6	2,1	1,6	1,8	2,4	0,2	0,0	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	2,1	2,2	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1
May	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,5
Jun	118,3	2,1	1,4	1,9	2,2	0,1	0,2	-0,2	0,0	1,6	0,0
Jul <sup>2)</sup>	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>1)</sup>	19,6	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 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	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,3	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
2005 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	2,2	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,6	3,4
Abr	1,3	1,7	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	1,8	0,4	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,2	2,8	3,5
Jun	1,2	1,5	0,6	2,2	0,3	9,4	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,2	3,2
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,7	7,4	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 <sup>6)</sup>	28,8	20,9	29,3
III	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	-	26,9	11,9	33,3
IV	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	7,5 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	.	-	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	.	-	22,4	2,2	42,2
2005 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	11,7	-	-	24,1	-0,4	40,4
Abr	109,4	4,3	3,6	2,1	3,6	1,5	0,9	1,4	0,8	13,3	-	-	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	9,8	-	-	13,2	1,2	39,4
Jun	109,7	4,0	3,1	1,7	2,6	1,4	0,8	1,4	0,7	13,3	-	-	31,9	7,6	45,7
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,1	9,6	48,3

### 3. Costes laborales por hora<sup>7)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	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.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

3) Los deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.882,5	6.778,4	3.970,4	1.372,1	1.450,6	-14,8	104,1	2.557,3	2.453,2
2002	7.124,4	6.951,9	4.088,4	1.444,1	1.441,9	-22,6	172,5	2.595,3	2.422,8
2003	7.323,6	7.179,1	4.207,7	1.499,8	1.466,5	5,1	144,5	2.589,3	2.444,8
2004	7.587,9	7.443,5	4.347,5	1.548,7	1.525,9	21,4	144,4	2.774,1	2.629,7
2004 I	1.873,7	1.828,9	1.073,4	382,2	372,3	1,0	44,8	667,1	622,3
II	1.895,1	1.852,7	1.081,9	388,2	379,9	2,6	42,4	691,1	648,8
III	1.905,5	1.873,6	1.090,4	388,1	384,4	10,7	31,9	704,6	672,7
IV	1.913,7	1.888,3	1.101,7	390,2	389,2	7,2	25,3	711,3	685,9
2005 I	1.932,5	1.899,8	1.107,8	394,7	389,3	8,1	32,6	708,7	676,1
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	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	0,6	0,2	0,5	0,3	-0,3	-	-	1,6	0,4
II	0,5	0,4	0,1	0,8	0,3	-	-	2,6	2,6
III	0,3	0,8	0,3	0,7	0,4	-	-	1,1	2,5
IV	0,2	0,4	0,6	0,3	0,6	-	-	0,7	1,3
2005 I	0,5	0,1	0,3	0,0	-0,4	-	-	-0,6	-1,6
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,7	1,0	1,9	2,3	0,1	-	-	3,7	1,8
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	1,9	1,3	1,4	1,8	-	-	6,2	6,3
2004 I	1,5	1,2	1,1	2,6	1,1	-	-	3,3	2,5
II	2,1	1,4	1,1	2,9	1,4	-	-	7,6	6,1
III	1,8	2,3	1,0	2,8	1,6	-	-	6,2	7,7
IV	1,5	1,8	1,6	2,1	1,1	-	-	6,1	7,0
2005 I	1,4	1,6	1,3	1,8	1,0	-	-	3,9	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	1,1	0,6	0,5	0,2	-0,2	0,3	-	-
II	2,1	1,4	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,7	-	-
III	1,8	2,2	0,6	0,6	0,3	0,7	-0,4	-	-
IV	1,5	1,7	0,9	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2005 I	1,4	1,6	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-

Fuente: Eurostat.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 1 de la sección 7.3.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.381,5	160,3	1.385,5	360,9	1.345,3	1.727,2	1.402,3	216,3	717,3
2002	6.615,4	155,7	1.400,9	374,2	1.396,8	1.814,8	1.472,9	231,7	740,7
2003	6.796,8	156,0	1.413,4	389,6	1.428,1	1.879,3	1.530,5	239,1	765,8
2004	7.030,8	157,7	1.455,1	411,9	1.470,1	1.953,9	1.582,1	245,0	802,1
2004 I	1.735,9	39,5	358,4	100,7	363,4	481,4	392,5	61,2	199,0
II	1.759,1	39,8	365,0	102,6	367,6	486,9	397,0	62,7	198,7
III	1.763,8	38,9	366,1	103,1	369,2	491,6	394,8	60,0	201,7
IV	1.772,1	39,5	365,5	105,5	369,8	493,9	397,8	61,2	202,8
2005 I	1.788,7	39,3	369,4	105,8	374,5	498,6	401,2	61,6	205,3
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,8	22,5	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 I	0,7	3,2	0,6	0,4	1,0	0,8	0,1	3,2	1,2
II	0,7	1,3	0,9	0,4	0,8	0,7	0,5	2,2	-1,4
III	0,1	-0,6	-0,1	-0,8	0,2	0,2	0,1	-3,7	0,5
IV	0,2	1,8	-0,5	0,7	0,2	0,2	0,5	1,3	0,6
2005 I	0,4	-1,4	0,5	-1,7	1,5	0,6	-0,2	-1,1	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	2,0	-1,4	1,3	0,8	2,5	2,9	1,8	5,2	0,9
2002	1,0	-0,1	-0,1	-0,3	1,0	1,5	2,2	2,7	0,4
2003	0,6	-3,9	-0,1	0,3	0,4	1,5	1,2	1,7	1,5
2004	2,2	6,2	2,5	1,5	2,0	2,2	1,7	4,5	1,4
2004 I	1,4	3,7	0,8	1,7	0,9	1,9	1,7	5,0	3,5
II	2,4	6,7	3,0	1,4	2,0	2,4	1,9	7,7	1,2
III	1,9	7,3	2,3	0,4	1,5	2,0	1,4	2,5	1,7
IV	1,7	5,8	0,9	0,7	2,2	2,0	1,2	2,8	0,8
2005 I	1,4	1,1	0,8	-1,5	2,7	1,8	0,8	-1,4	-0,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2001	2,0	0,0	0,3	0,0	0,5	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	-	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,3	-	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,5	0,6	0,4	-	-
2004 I	1,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,4	-	-
II	2,4	0,2	0,7	0,1	0,4	0,6	0,4	-	-
III	1,9	0,2	0,5	0,0	0,3	0,5	0,3	-	-
IV	1,7	0,1	0,2	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
2005 I	1,4	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,2	-	-

Fuente: Eurostat.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes		Precios constantes					Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	98,2	-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	105,9	8,2	105,9	4,9	1,6	102,8	0,8	0,7	0,7	0,4	2,2	922	1,1
2004 III	105,2	7,2	106,5	5,7	1,4	102,9	0,7	0,3	0,9	1,3	2,0	904	-3,4
IV	110,0	9,9	107,1	5,1	1,6	103,1	1,0	1,1	0,6	0,8	1,7	941	3,6
2005 I	106,3	3,0	106,8	2,5	1,9	103,9	1,0	1,0	1,0	0,6	0,5	921	0,4
II	.	.	.	.	.	103,6	0,7	0,2	0,8	.	.	938	1,0
2005 Ene	108,1	6,9	106,4	5,4	1,2	104,1	0,7	0,1	0,8	-1,1	0,6	922	1,5
Feb	105,5	3,3	106,9	3,3	2,0	103,7	1,1	1,5	0,8	-0,9	0,5	910	-2,3
Mar	105,2	-0,4	107,2	-0,4	2,4	103,8	1,4	1,5	1,5	3,6	0,5	931	1,7
Abr	106,9	1,7	111,0	4,3	0,4	102,7	-0,8	-2,1	-0,1	1,0	-0,1	939	1,0
May	105,3	-3,2	107,9	5,0	2,9	103,9	1,9	1,6	1,9	1,8	2,1	894	-4,2
Jun	.	.	.	.	.	104,2	0,9	1,2	0,4	.	.	981	6,1
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Ene	-	-7,2	-	-1,9	0,7	-	0,9	0,7	0,7	1,1	0,3	-	-0,3
Feb	-	-2,5	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-	-1,4
Mar	-	-0,3	-	0,2	-0,1	-	0,0	-0,2	0,3	1,6	0,3	-	2,3
Abr	-	1,6	-	3,6	-0,2	-	-1,0	-1,9	-0,5	0,7	0,0	-	0,9
May	-	-1,4	-	-2,8	0,8	-	1,1	2,1	0,5	-1,8	0,7	-	-4,8
Jun	-	.	-	.	.	-	0,4	0,2	0,3	.	.	-	9,7

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

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
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	81,6	-13	-3	-13	29	-8
II	96,3	-10	-20	13	4	81,2	-14	-3	-16	31	-7
2005 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	81,2	-13	-3	-14	29	-8
May	96,1	-11	-21	14	3	-	-15	-4	-17	31	-7
Jun	96,3	-10	-20	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
Jul	97,3	-8	-18	11	4	81,2	-15	-4	-19	30	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 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 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	-21	-8	-9	-16	14	2	9	1	8	17
Jul	-13	-20	-7	-10	-13	15	-3	11	5	11	18

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

- Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 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.
- 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.
- 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.
- Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.



### 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,2	7,3	25,0	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,495	1,5	1,7	0,3	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,454	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,811	0,3	0,3	0,3	-1,8	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,578	0,6	0,4	1,4	-0,3	-1,6	1,0	0,8	2,5	0,8
2004 I	135,952	0,3	0,2	0,7	-1,3	-2,2	-0,1	0,8	2,5	0,8
II	136,302	0,5	0,4	1,3	-0,8	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
III	136,604	0,6	0,3	1,7	0,2	-1,8	1,9	0,7	2,3	0,8
IV	136,931	0,9	0,7	1,7	0,5	-0,8	1,6	1,0	2,4	1,0
2005 I	137,220	1,0	0,9	1,4	0,4	-0,9	2,2	0,9	2,5	1,4
	<i>tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>									
2004 I	0,174	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,7	-0,1	0,1	1,1	0,3
II	0,350	0,3	0,2	0,8	0,0	0,1	0,7	0,3	0,4	0,2
III	0,302	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,1
IV	0,327	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	-0,4	0,2	0,6	0,3
2005 I	0,289	0,2	0,4	-0,7	-0,5	-0,8	0,1	0,2	0,9	0,6

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	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	12,867	8,9	9,731	7,6	3,136	17,9	6,166	7,6	6,701	10,5
2004 II	12,887	8,9	9,710	7,6	3,177	18,1	6,152	7,6	6,735	10,6
III	12,901	8,9	9,756	7,6	3,145	18,0	6,155	7,5	6,746	10,6
IV	12,861	8,8	9,762	7,6	3,100	17,9	6,261	7,7	6,600	10,4
2005 I	12,864	8,8	9,601	7,5	3,263	18,6	6,209	7,6	6,654	10,4
II	12,769	8,8	9,638	7,5	3,130	18,0	6,183	7,5	6,586	10,3
2005 Ene	12,836	8,8	9,571	7,5	3,265	18,6	6,233	7,6	6,603	10,3
Feb	12,869	8,8	9,639	7,5	3,230	18,4	6,154	7,5	6,715	10,5
Mar	12,886	8,8	9,593	7,5	3,293	18,8	6,240	7,6	6,645	10,4
Abr	12,896	8,8	9,678	7,5	3,217	18,4	6,239	7,6	6,656	10,4
May	12,725	8,7	9,671	7,5	3,054	17,6	6,176	7,5	6,549	10,2
Jun	12,685	8,7	9,565	7,5	3,120	17,9	6,133	7,5	6,553	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).

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el 2004.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

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



# FINANZAS PÚBLICAS

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

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

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

### 2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,2	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-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	-3,7	-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.
- Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,0	2,7	13,1	3,7	50,5	44,8	23,3	10,3	11,2	25,2
2001	68,9	2,7	12,4	3,9	49,9	42,8	21,9	9,7	11,2	26,2
2002	68,8	2,7	11,8	4,6	49,8	40,2	20,4	8,6	11,2	28,6
2003	70,1	2,0	12,4	4,9	50,9	39,7	20,9	9,3	9,6	30,4
2004	70,6	2,1	11,9	4,8	51,7	39,2	20,1	9,6	9,5	31,4

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

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

### 3. Países de la zona del euro<sup>6)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,1	114,8	56,3	56,8	35,8	110,9	7,2	52,9	67,0	55,9	43,8
2002	105,4	60,6	112,2	53,2	58,8	32,6	108,3	7,5	52,6	66,8	58,5	42,5
2003	100,0	64,0	109,3	49,4	63,2	32,0	106,8	7,1	54,3	65,2	60,1	45,3
2004	95,6	66,1	110,5	46,9	65,0	29,9	106,6	7,5	55,7	64,4	61,9	45,3

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

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.
- 6) Los ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

## 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

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

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.

6) Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.

10) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

11) Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,3	43,7	10,8	13,4	16,0	2,0	0,7	0,6	0,2	40,4
II	48,3	47,7	13,6	13,6	16,2	2,1	1,4	0,6	0,3	43,6
III	45,4	44,8	11,9	13,2	16,2	2,0	0,8	0,5	0,3	41,5
IV	51,5	50,8	14,4	14,7	17,0	2,9	0,9	0,7	0,3	46,4
2000 I	44,1	43,5	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,3
II	48,2	47,7	14,0	13,6	15,9	2,1	1,2	0,6	0,3	43,8
III	45,0	44,5	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,5	0,3	41,1
IV	50,7	50,1	14,1	14,3	16,8	3,0	0,9	0,6	0,3	45,6
2001 I	43,0	42,5	10,6	12,9	15,5	1,8	0,9	0,5	0,2	39,3
II	47,7	47,1	13,7	13,1	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,9
III	44,5	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,5	0,3	40,6
IV	50,1	49,5	13,8	14,1	16,6	3,0	1,1	0,6	0,3	44,8
2002 I	42,7	42,2	10,3	13,0	15,7	1,7	0,8	0,5	0,2	39,2
II	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,7
III	44,5	44,0	11,4	13,0	15,8	2,0	0,8	0,5	0,3	40,5
IV	50,0	49,4	13,7	14,4	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,9
2003 I	42,6	42,1	10,0	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,2	39,1
II	47,0	45,4	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
III	43,8	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,1
IV	50,3	49,2	13,4	14,6	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,7
2004 I	42,3	41,7	9,8	13,1	15,7	1,6	0,6	0,6	0,3	38,8
II	45,8	44,8	12,3	13,2	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,8
III	43,6	43,0	10,9	12,9	15,7	1,9	0,7	0,6	0,3	39,9
IV	50,5	49,5	13,3	14,8	16,6	2,9	0,8	1,0	0,4	45,1
2005 I	42,8	42,3	10,2	13,3	15,6	1,5	0,6	0,6	0,3	39,4

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital			
1999 I	47,9	44,5	10,5	4,4	4,5	25,1	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	1,0
II	47,9	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	47,9	44,2	10,4	4,6	4,0	25,2	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
IV	51,2	46,4	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,1
2000 I	46,7	43,3	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
II	47,1	43,6	10,5	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
III	43,8	43,4	10,2	4,6	4,0	24,6	21,2	1,5	0,4	2,5	1,2	1,2	5,2
IV	50,4	46,5	11,1	5,3	3,8	26,2	22,3	1,7	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 I	46,1	42,7	10,2	4,1	4,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
II	47,2	43,6	10,4	4,7	3,9	24,5	21,1	1,4	3,6	2,4	1,2	0,5	4,4
III	47,2	43,4	10,2	4,6	3,9	24,6	21,3	1,5	3,9	2,5	1,3	-2,8	1,2
IV	51,9	46,8	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,9	-1,9	1,8
2002 I	46,6	43,1	10,4	4,2	3,8	24,7	21,5	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
II	47,5	44,0	10,5	4,9	3,7	24,9	21,5	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,1	2,5
III	47,8	44,0	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	47,2	11,2	5,7	3,4	26,9	23,0	1,6	4,6	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 I	47,2	43,6	10,4	4,3	3,6	25,2	21,8	1,2	3,6	2,0	1,6	-4,5	-0,9
II	48,3	44,7	10,6	4,8	3,5	25,8	22,1	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,2
III	47,9	44,2	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
IV	52,1	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,2	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 I	46,9	43,5	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
II	47,4	44,0	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
III	47,1	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	22,0	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
IV	51,9	46,7	11,1	5,7	3,1	26,8	23,1	1,4	5,2	3,2	1,9	-1,4	1,7
2005 I	47,0	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,0	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,8

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

- Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE no están incluidas. La inclusión de estas transacciones supondría, en promedio, un incremento de los recursos y empleos de aproximadamente el 0,2% del PIB. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.



# OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

## 7.1 Balanza de pagos

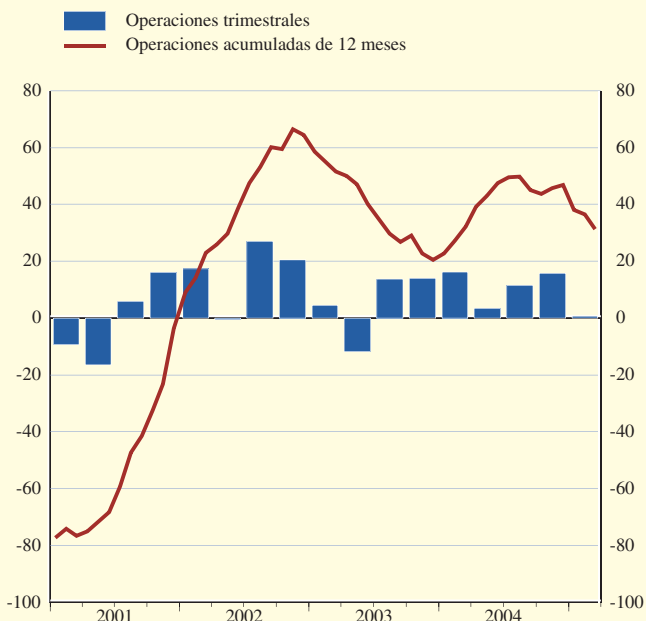
(mm de euros; operaciones netas)

### 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	46,8	102,7	27,7	-28,0	-55,7	17,4	64,2	-5,5	-78,1	72,8	-1,7	-10,8	12,3	-58,7
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	15,8	20,1	6,7	3,1	-14,0	5,9	21,7	-25,4	-44,1	27,3	-4,8	-6,1	2,4	3,7
2005 I	0,8	14,5	2,8	-4,4	-12,2	1,2	2,0	34,4	-24,1	2,6	-7,4	58,5	4,8	-36,4
2004 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	3,4	8,4	4,1	-3,5	-5,6	0,6	4,1	-30,4	-13,4	-1,5	-4,0	-12,4	0,9	26,3
Nov	4,7	4,5	1,2	3,5	-4,4	1,0	5,7	28,4	-5,8	-10,1	1,5	42,8	-0,1	-34,1
Dic	7,6	7,2	1,4	3,1	-4,0	4,3	12,0	-23,4	-24,9	38,8	-2,2	-36,6	1,5	11,4
2005 Ene	-6,6	0,8	0,3	-4,0	-3,6	-0,7	-7,3	24,4	-9,3	-15,7	-3,5	54,5	-1,6	-17,2
Feb	4,4	5,9	1,1	0,0	-2,7	1,1	5,5	28,6	0,2	20,9	1,2	1,4	4,9	-34,1
Mar	2,9	7,9	1,3	-0,4	-5,9	0,9	3,8	-18,6	-15,1	-2,5	-5,1	2,7	1,5	14,8
Abr	-10,1	4,2	2,3	-12,5	-4,2	0,3	-9,8	-17,8	-4,8	-11,0	-0,6	-0,6	-0,8	27,6
May	-3,9	6,6	1,9	-7,1	-5,3	1,6	-2,3	40,6	3,8	24,0	0,0	10,1	2,6	-38,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 May	18,6	80,5	26,4	-28,1	-60,3	14,1	32,7	46,0	-78,3	81,8	-12,1	42,8	11,7	-78,7

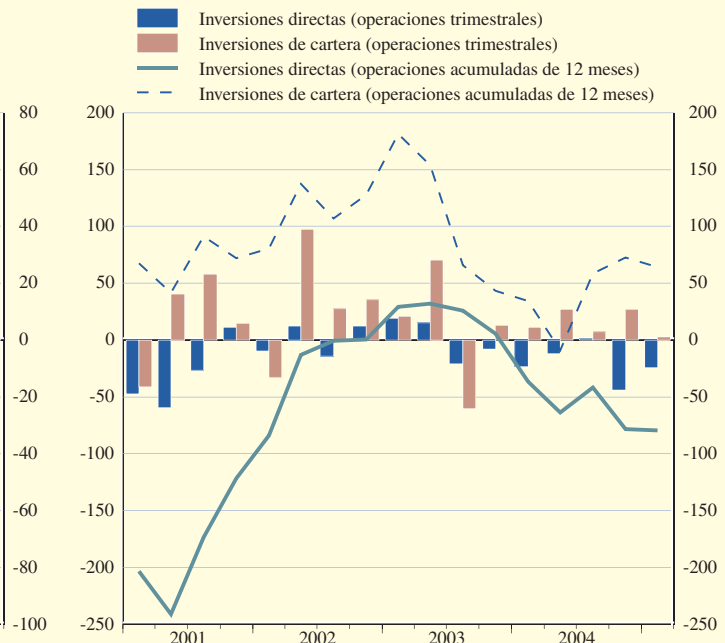
### C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

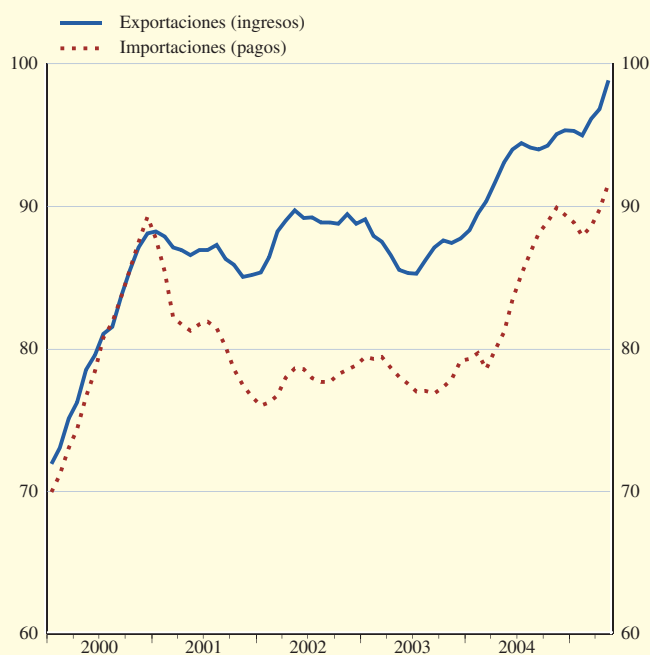
(mm de euros; operaciones)

### 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	1.819,0	1.772,3	46,8	1.129,6	1.026,9	355,5	327,8	254,0	281,9	80,0	135,7	23,5	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	480,4	464,7	15,8	298,8	278,8	92,1	85,5	71,4	68,4	18,0	32,0	7,6	1,6
2005 I	457,0	456,3	0,8	278,3	263,8	83,0	80,2	63,4	67,8	32,4	44,5	4,7	3,5
2005 Mar	163,1	160,2	2,9	101,8	93,9	29,3	28,0	24,7	25,0	7,3	13,3	1,7	0,8
Abr	160,1	170,2	-10,1	99,2	95,0	28,4	26,1	26,9	39,4	5,5	9,7	0,9	0,6
May	159,0	162,9	-3,9	100,9	94,2	28,3	26,4	24,4	31,5	5,5	10,8	2,1	0,4
	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	464,1	455,6	8,5	285,9	268,2	89,5	82,8	68,9	71,1	19,8	33,6	.	.
2005 I	469,3	466,3	3,0	288,4	265,8	92,9	85,0	67,2	75,8	20,7	39,7	.	.
2004 Sep	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
Oct	155,1	151,5	3,7	95,6	89,9	30,8	27,4	22,2	23,5	6,6	10,6	.	.
Nov	156,0	154,1	1,9	95,9	91,1	29,4	27,6	24,2	24,4	6,5	11,0	.	.
Dic	153,0	150,1	2,9	94,5	87,2	29,3	27,7	22,6	23,1	6,7	12,0	.	.
2005 Ene	156,2	157,0	-0,8	95,5	88,3	30,9	28,2	22,9	25,9	6,9	14,7	.	.
Feb	152,7	151,2	1,5	94,9	88,3	31,0	28,1	20,0	23,6	6,7	11,2	.	.
Mar	160,4	158,1	2,3	98,0	89,3	31,1	28,7	24,2	26,3	7,1	13,8	.	.
Abr	159,2	158,5	0,8	97,6	91,7	28,4	26,7	25,7	29,6	7,6	10,5	.	.
May	160,7	159,7	0,9	101,0	93,8	28,2	27,7	24,2	26,7	7,3	11,6	.	.

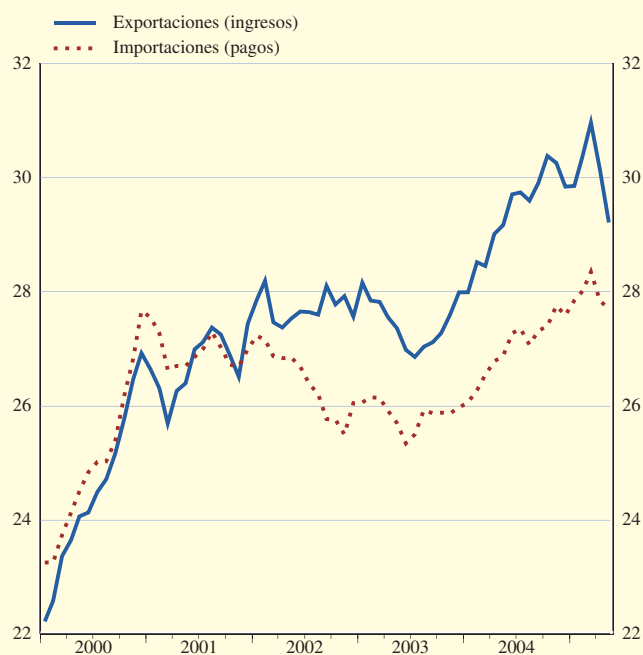
### C28 Bienes

(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	238,9	275,6	66,7	56,8	11,8	11,2	23,9	56,6	73,9	79,3	62,7	71,7
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	67,5	66,8	22,7	12,7	3,1	3,4	5,4	10,2	19,4	21,3	16,8	19,2
2005 I	3,7	1,5	59,8	66,3	13,8	12,9	2,8	2,8	6,1	11,2	19,2	19,0	18,0	20,4

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
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	-155,4	-163,8	-18,0	-145,8	8,4	0,1	8,3	77,3	75,3	3,2	72,1	2,1	0,8	1,3
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	-82,7	-89,0	-8,4	-80,5	6,3	0,1	6,2	38,5	33,5	1,8	31,7	5,1	-0,1	5,1
2005 I	-36,4	-20,1	-2,8	-17,3	-16,3	0,1	-16,4	12,3	12,0	0,5	11,5	0,3	0,3	0,0
2004 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	-31,9	-25,0	0,0	-25,0	-6,9	0,0	-6,9	18,4	10,8	0,5	10,3	7,6	0,0	7,6
Nov	-25,4	-24,4	-13,2	-11,2	-1,0	0,1	-1,1	19,6	11,6	0,6	11,0	8,0	0,0	8,0
Dic	-25,4	-39,5	4,8	-44,3	14,1	0,0	14,1	0,5	11,0	0,7	10,3	-10,5	0,0	-10,5
2005 Ene	-11,8	-7,6	-0,5	-7,1	-4,2	0,0	-4,2	2,5	4,6	0,1	4,5	-2,1	0,1	-2,1
Feb	-2,9	-0,6	-1,5	0,9	-2,3	0,0	-2,3	3,1	3,0	0,4	2,6	0,1	0,1	0,1
Mar	-21,8	-11,9	-0,8	-11,1	-9,9	0,1	-10,0	6,7	4,4	0,0	4,4	2,2	0,2	2,1
Abr	-12,3	2,1	-1,3	3,4	-14,4	0,0	-14,4	7,4	8,5	0,3	8,2	-1,1	0,1	-1,2
May	5,6	-5,5	-0,6	-4,9	11,1	0,1	11,0	-1,8	-1,9	0,2	-2,2	0,1	0,0	0,1

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	AAPP	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	-21,9	-52,3	-2,4	123,1	1,2	-80,8	-72,3	-1,3	211,4	-0,1	-42,9	-14,6	0,2	21,8
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	-19,9	-0,2	68,1	0,6	-20,7	-22,2	-0,5	32,0	-0,1	-12,6	4,8	4,3	-1,8
2005 I	0,0	-27,6	-20,8	-0,9	36,0	-0,1	-35,6	-39,2	-0,3	45,6	0,3	5,7	-6,2	-3,6	44,6
2004 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	-10,6	-	14,6	0,3	-13,7	-5,1	-	11,7	-0,1	0,6	0,2	-	4,3
Nov	0,0	-9,1	-5,6	-	23,5	0,4	-5,9	-10,4	-	8,4	0,2	-14,5	5,0	-	-2,0
Dic	0,0	11,9	-3,6	-	30,0	-0,1	-1,1	-6,7	-	11,9	-0,1	1,3	-0,4	-	-4,2
2005 Ene	0,0	-9,2	-7,5	-	12,3	-0,1	-27,1	-2,1	-	4,7	0,2	-4,1	-5,8	-	23,0
Feb	0,0	-16,5	-3,7	-	6,8	-0,2	-3,9	-16,3	-	37,6	0,1	17,1	-1,8	-	1,8
Mar	0,0	-1,8	-9,5	-	16,9	0,2	-4,6	-20,8	-	3,3	0,0	-7,3	1,4	-	19,7
Abr	0,0	11,3	-3,0	-	-46,7	-0,9	-8,3	-15,1	-	57,0	-0,3	-12,9	3,2	-	4,8
May	0,0	6,7	-10,9	-	26,6	-0,1	-18,1	-4,4	-	29,8	0,0	-3,6	-5,3	-	3,3

**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	-288,7	277,9	0,1	7,3	-1,8	-1,9	-2,7	-259,6	246,5	-19,9	0,5	-239,7	246,0	-27,4	-5,4	26,8
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	-73,3	67,1	1,4	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,0	59,3	0,7	-0,8	-74,7	60,1	-4,1	7,8	5,7
2005 I	-172,2	230,7	0,5	4,7	4,4	3,2	0,3	-127,6	194,8	-22,0	9,0	-105,6	185,8	-49,5	-19,1	30,8
2004 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	-15,6	3,2	-0,2	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,7	-0,3	8,3	5,3	-18,0	-5,6	-7,7	-0,6	2,0
Nov	-66,6	109,5	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,0	97,3	-0,4	3,3	-59,6	94,1	-6,8	-1,5	9,1
Dic	8,9	-45,5	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,3	-37,8	-7,3	-9,4	2,9	-28,4	10,4	9,9	-5,3
2005 Ene	-51,4	105,9	0,7	3,9	0,4	-1,1	2,6	-34,1	94,1	-9,1	11,5	-25,0	82,6	-18,4	-16,1	5,3
Feb	-65,3	66,7	0,1	-3,5	-1,6	0,4	-4,3	-61,1	62,0	-8,4	4,7	-52,7	57,3	-2,7	5,1	12,5
Mar	-55,4	58,1	-0,2	4,3	5,7	3,9	2,0	-32,4	38,8	-4,5	-7,1	-27,9	45,9	-28,5	-8,1	13,0
Abr	-119,2	118,6	0,1	0,0	-5,7	-5,7	-2,1	-97,7	92,2	-10,4	0,2	-87,3	92,0	-16,0	9,8	28,5
May	-11,1	21,1	-0,8	2,6	-0,2	1,8	0,4	18,8	19,1	-4,6	10,8	23,4	8,3	-28,9	-4,6	-0,9

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

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

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-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	-256,5	-3,1	243,6	2,9	-4,2	-18,0	-12,6	-5,4	-5,2	8,3	18,0	0,6
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	-75,8	1,8	59,6	-0,3	0,0	-2,3	-10,1	7,8	-1,8	2,2	4,2	-0,6
2005 I	-125,7	-1,9	192,0	2,8	-3,0	-43,7	-24,6	-19,1	-2,9	3,2	23,2	4,5

### 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	12,3	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,8	3,7	0,3	17,8	-11,3	-0,1	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	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,3	-2,6	-0,1	0,0
2005 I	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0

Fuente: BCE.

## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

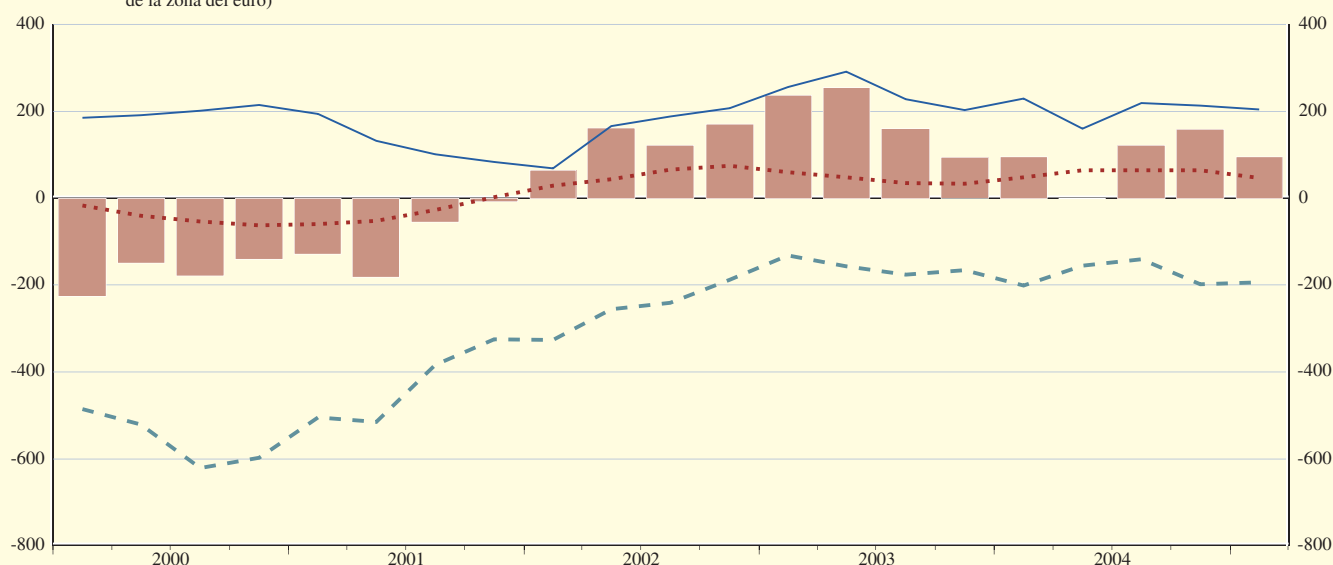
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones <sup>1)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
2004 I	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,3
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	21,7	-74,3	38,6	-37,4	75,5	16,8	-0,7	4,1	-4,8	3,7	43,3	57,2
2005 I	2,0	-33,7	12,0	-66,2	28,9	71,0	-45,1	31,2	-7,4	-36,4	-43,8	-26,4
2004 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	4,1	-31,9	18,5	-15,5	13,3	13,2	-5,7	2,2	-4,0	26,3	20,4	20,3
Nov	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,5
Dic	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,3
2005 Ene	-7,3	-11,2	2,4	-15,4	9,2	22,6	-18,0	7,9	-3,5	-17,2	-30,5	-17,4
Feb	5,5	-1,4	3,0	-21,8	13,9	35,9	-4,3	8,2	1,2	-34,1	6,1	13,6
Mar	3,8	-21,1	6,5	-29,0	5,8	12,6	-22,8	15,0	-5,1	14,8	-19,4	-22,6
Abr	-9,8	-11,0	7,3	-14,9	-57,2	59,0	-21,6	26,4	-0,6	27,6	5,1	1,8
May	-2,3	6,1	-1,8	-20,6	14,9	31,1	-29,1	-0,5	0,0	-38,3	-40,5	-39,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 May	32,7	-134,7	72,3	-176,0	113,6	252,9	-96,2	71,2	-12,1	-78,7	45,0	72,5

## 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					
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.845,1	679,8	37,6	60,1	368,4	155,8	58,0	24,6	48,7	126,6	312,7	652,7
Bienes	1.141,8	399,9	25,7	42,4	204,4	127,2	0,3	14,7	32,9	66,5	172,4	455,5
Servicios	361,2	127,4	6,8	9,6	89,7	17,1	4,2	4,8	10,5	35,5	73,6	109,4
Renta	261,3	93,2	4,7	7,6	65,4	10,1	5,3	4,5	5,0	18,4	60,1	80,1
de la cual: rentas de la inversión	246,2	88,3	4,6	7,5	63,9	10,0	2,4	4,4	5,0	12,2	58,4	77,9
Tranferencias corrientes	80,8	59,4	0,4	0,5	9,0	1,3	48,2	0,6	0,3	6,2	6,6	7,7
<b>Cuenta de capital</b>	23,2	20,8	0,0	0,0	0,6	0,1	20,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.813,7	602,4	34,1	57,5	291,1	131,6	88,0	19,0	83,8	120,8	267,3	720,6
Bienes	1.052,2	312,7	24,3	38,9	143,9	105,7	0,0	8,6	51,7	52,5	112,8	513,9
Servicios	332,6	98,8	5,8	7,3	65,4	20,1	0,2	4,9	7,1	30,2	73,7	117,9
Renta	287,2	96,5	3,8	10,5	74,0	4,3	4,0	3,8	24,6	32,8	71,6	57,9
de la cual: rentas de la inversión	280,7	93,3	3,7	10,4	73,1	2,2	4,0	3,7	24,5	32,3	70,7	56,2
Tranferencias corrientes	141,7	94,4	0,3	0,9	7,7	1,6	83,9	1,7	0,3	5,2	9,2	30,9
<b>Cuenta de capital</b>	8,0	0,9	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	6,4
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	31,3	77,5	3,5	2,5	77,3	24,1	-30,0	5,6	-35,1	5,8	45,4	-67,9
Bienes	89,5	87,2	1,4	3,5	60,4	21,6	0,2	6,1	-18,8	14,0	59,5	-58,4
Servicios	28,6	28,7	1,1	2,2	24,3	-2,9	4,0	-0,1	3,4	5,3	-0,1	-8,6
Renta	-26,0	-3,4	0,9	-2,9	-8,6	5,8	1,4	0,7	-19,6	-14,5	-11,5	22,3
de la cual: rentas de la inversión	-34,6	-5,0	0,9	-2,9	-9,2	7,8	-1,6	0,7	-19,5	-20,1	-12,3	21,7
Tranferencias corrientes	-60,9	-35,0	0,1	-0,3	1,3	-0,3	-35,7	-1,1	0,0	1,0	-2,5	-23,1
<b>Cuenta de capital</b>	15,2	19,9	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,0	0,8	-5,5

#### 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						
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-79,2	-26,9	5,3	-1,3	-26,4	-4,5	0,0	-4,9	-6,1	12,0	12,6	-43,5	-22,5
En el exterior	-163,4	-70,2	2,0	-6,6	-55,1	-10,5	0,0	0,6	-10,3	3,4	-3,6	-52,1	-31,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-161,4	-63,1	-0,8	-2,3	-44,8	-15,2	0,0	1,2	-8,4	0,4	-18,9	-51,5	-21,2
Otro capital	-2,0	-7,1	2,9	-4,3	-10,3	4,6	0,0	-0,6	-1,9	3,0	15,3	-0,7	-10,0
En la zona del euro	84,2	43,3	3,3	5,3	28,7	6,0	0,0	-5,5	4,2	8,5	16,2	8,7	8,8
Acc. y particip/ beneficios reinv.	73,7	38,6	0,6	4,2	32,8	1,0	0,0	-6,5	1,2	7,4	18,8	12,0	2,3
Otro capital	10,5	4,7	2,7	1,1	-4,1	5,0	0,0	1,0	3,0	1,2	-2,6	-3,3	6,5

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						
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-311,5	-126,1	-2,9	-5,1	-95,0	-15,6	-7,5	-4,8	-41,8	-4,9	-43,3	-50,6	-40,0
Acciones y participaciones	-91,9	-22,4	3,0	-1,3	-21,9	-2,0	-0,1	-1,7	-18,8	-4,3	-18,4	-16,3	-10,0
Valores distintos de acciones	-219,6	-103,6	-5,8	-3,8	-73,1	-13,6	-7,3	-3,1	-23,0	-0,7	-24,9	-34,3	-30,0
Bonos y obligaciones	-182,6	-84,4	-4,2	-4,2	-55,4	-13,3	-7,3	-3,2	-9,7	-0,1	-42,6	-10,9	-31,7
Inst. del mercado monetario	-37,0	-19,2	-1,6	0,4	-17,7	-0,3	0,0	0,1	-13,3	-0,6	17,7	-23,4	1,8

#### 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							
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	45,1	-23,6	-0,2	-8,7	-19,7	-3,4	8,4	1,7	22,7	6,2	24,8	-3,1	-0,8	17,2
Activos	-281,9	-234,2	-4,2	-16,8	-194,9	-17,9	-0,4	-0,3	17,8	-22,7	-12,8	-15,4	-2,9	-11,3
AAPP	3,2	1,5	-0,3	0,1	2,0	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-1,6	3,3
IFM	-229,9	-180,3	-4,7	-13,9	-144,4	-17,6	0,3	0,3	17,8	-24,9	-18,3	-1,3	-1,2	-21,9
Otros sectores	-55,3	-55,4	0,7	-3,0	-52,5	-0,6	0,0	-0,6	0,0	2,2	5,1	-13,8	-0,1	7,3
Pasivos	327,1	210,6	4,0	8,0	175,2	14,5	8,9	2,1	4,9	28,9	37,6	12,4	2,1	28,5
AAPP	3,9	1,3	0,0	0,0	-1,0	0,0	2,2	0,0	-0,7	3,0	-0,4	0,0	-0,3	1,0
IFM	296,2	191,8	4,2	6,5	164,2	12,8	4,0	1,1	4,2	15,8	26,0	11,8	2,6	43,0
Otros sectores	27,0	17,5	-0,2	1,5	12,0	1,7	2,6	0,9	1,3	10,1	12,0	0,6	-0,1	-15,4

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

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

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

### 1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 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	-874,1	-11,5	58,1	-959,5	-14,4	-239,0	280,7
2005 I	-931,4	-11,9	108,6	-1.028,4	-20,8	-275,7	285,0
Activos: saldos vivos							
2001	7.628,1	110,9	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,0	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,2	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 II	8.317,6	109,4	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
III	8.429,8	110,9	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
IV	8.525,7	112,2	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 I	9.028,6	114,9	2.319,0	3.082,5	175,4	3.166,7	285,0
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.026,9	116,7	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,7	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,5	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 II	9.024,0	118,7	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
III	9.143,9	120,3	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
IV	9.399,8	123,7	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 I	9.960,0	126,8	2.210,4	4.111,0	196,2	3.442,4	-

### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5
2004 II	1.709,1	124,9	1.584,1	479,6	1,5	478,1	1.494,5	38,3	1.456,3	559,8	3,6	556,2
III	1.757,4	124,3	1.633,1	444,6	1,5	443,1	1.515,4	42,1	1.473,2	574,6	4,0	570,7
IV	1.809,8	129,3	1.680,5	442,6	1,7	440,9	1.617,8	46,4	1.571,4	576,5	4,3	572,2
2005 I	1.853,2	132,9	1.720,2	465,8	1,1	464,7	1.629,5	43,8	1.585,7	580,9	4,5	576,4

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones														
	Activos					Pasivos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	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			AAPP	Otros sectores		
1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11		12	13	14	15				
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5					
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7					
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4					
2004 II	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1					
III	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9					
IV	1,7	76,3	15,9	1.107,7	1.782,3	6,1	546,2	10,1	895,1	1.902,5	1,0	219,3	0,5	53,8	208,4					
2005 I	1,7	106,0	15,9	1.144,4	1.861,1	5,9	588,1	9,3	934,6	1.997,6	0,5	214,0	4,1	58,0	252,2					

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 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
2004 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
2004 IV	4,6	2,2	71,8	0,2	1,4	58,5	51,3	7,2	38,9	0,0	41,0	3,1
2005 I	4,0	2,2	77,5	0,2	1,4	55,6	49,4	6,2	39,6	0,0	42,6	2,8

	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 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
2004 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
2004 IV	1.955,2	45,4	2.426,9	44,2	155,8	527,4	199,1	328,3	104,5	106,4	392,3	47,0
2005 I	2.119,3	58,4	2.676,1	60,4	163,9	611,5	256,9	354,6	110,8	115,4	412,3	55,1

#### 5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera pre-terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	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 IV	280,7	125,4	389,998	3,9	18,6	132,8	12,5	25,5	94,6	0,5	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 I	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,0	40,9	-0,1	0,0	21,4	-15,1
2005 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
2005 May	291,7	129,3	384,622	4,2	17,3	141,0	9,9	29,5	102,0	-	-	-	-0,4	0,0	23,3	-17,3
2005 Jun	302,2	138,2	382,323	4,2	16,5	143,3	12,4	28,3	102,9	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-17,7
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 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 I	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
2005 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
2005 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
2005 Jun	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,4

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	1.062,8	506,1	235,2	289,2	932,4	1.014,4	579,1	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.084,1	512,3	227,9	309,6	949,3	984,7	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,1	500,7	222,9	300,1	925,3	988,5	553,9	164,3	240,9	716,0	109,0
2004	8,6	8,9	1.145,4	540,7	242,3	310,6	988,2	1.073,0	596,5	178,5	252,5	759,5	128,2
2003 IV	-0,4	1,5	269,3	125,7	57,0	76,3	233,1	249,9	138,8	42,1	61,5	180,6	27,0
2004 I	4,8	-0,1	278,3	131,1	59,0	76,1	241,6	252,2	138,0	42,1	62,4	183,0	26,3
II	11,9	9,0	286,7	134,7	60,0	78,6	245,5	263,0	145,7	44,7	62,4	185,5	29,3
III	8,9	14,5	288,8	136,9	61,0	78,5	249,4	277,1	156,3	45,0	63,8	193,5	36,2
IV	9,0	12,4	291,7	138,0	62,3	77,4	251,7	280,6	156,5	46,6	63,9	197,5	36,5
2005 I	3,5	8,9	291,5	136,8	61,2	76,8	255,3	277,5	153,7	43,9	62,6	197,0	35,9
2004 Dic	9,7	11,6	96,9	46,5	20,9	25,8	84,2	92,6	52,2	15,3	20,9	65,5	11,4
2005 Ene	6,5	10,8	97,3	45,5	20,4	25,5	86,0	92,0	50,2	14,6	20,7	65,5	11,2
Feb	3,9	8,4	96,7	45,4	20,1	25,3	83,5	91,4	50,0	14,2	20,7	65,1	11,0
Mar	0,8	7,9	97,6	45,9	20,6	25,9	85,8	94,1	53,5	15,1	21,2	66,4	13,7
Abr	4,8	10,5	99,3	47,2	20,8	26,3	85,4	95,0	53,1	16,1	20,9	66,2	13,3
May	7,5	14,0	100,7	46,8	20,9	26,9	86,9	97,5	55,8	15,6	22,1	68,1	12,5
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,6	107,9	105,4	98,8	99,3	96,3	100,6	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,8	89,6	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,8	108,0	114,8	109,3	101,8	100,5	95,2	110,4	100,0	104,8
2004	8,5	6,1	117,8	113,9	118,6	118,9	117,1	107,7	102,4	105,3	116,8	105,9	104,5
2003 IV	3,0	5,4	111,8	107,2	111,1	117,3	111,1	104,0	101,7	98,0	113,6	101,8	106,5
2004 I	7,7	4,8	116,0	112,4	116,1	117,5	115,7	105,5	101,4	99,7	116,5	103,7	101,4
II	11,4	5,8	117,8	113,7	117,2	119,8	116,3	106,3	101,5	104,8	115,6	103,6	100,0
III	7,5	8,2	117,9	114,4	118,7	119,7	117,6	109,1	104,3	105,3	117,1	106,8	112,6
IV	7,6	5,9	119,6	115,0	122,6	118,5	118,9	110,1	102,6	111,3	118,0	109,6	104,1
2005 I	1,4	2,6	119,0	113,1	120,7	117,1	120,0	109,3	101,7	105,8	115,4	109,2	105,8
2004 Dic	8,7	6,4	119,8	116,7	124,3	118,5	119,6	110,1	104,1	110,0	115,7	109,0	103,1
2005 Ene	4,9	6,0	119,6	113,7	120,5	117,0	121,5	110,2	102,7	105,4	114,5	109,1	108,6
Feb	1,4	2,0	118,6	112,4	119,1	116,2	118,0	108,0	98,9	103,0	114,4	108,3	96,7
Mar	-1,4	0,2	118,9	113,0	122,4	118,2	120,7	109,7	103,6	108,8	117,3	110,2	112,0
Abr	2,9	3,6	120,5	115,9	122,6	120,0	120,1	109,6	101,0	116,8	115,8	110,3	101,9
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	94,4	99,5	96,2	97,2	98,5	92,6	97,9	96,2	99,6
2003 IV	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,8	99,1	95,7	93,8	92,3	93,8	98,1	95,3	82,6
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,7	93,9	98,7	95,3	93,4	92,1	92,3	97,0	94,8	84,4
II	0,4	3,0	97,1	96,3	94,6	99,9	96,3	96,6	97,2	93,3	97,8	96,1	95,4
III	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,9	96,8	99,2	101,3	93,5	98,7	97,3	104,6
IV	1,2	6,1	97,3	97,5	94,0	99,6	96,6	99,6	103,2	91,5	98,1	96,8	114,2
2005 I	2,1	6,1	97,7	98,3	93,7	99,9	97,0	99,1	102,2	90,6	98,2	96,8	110,6
2004 Dic	0,8	4,9	96,8	97,0	93,1	99,6	96,4	98,6	101,8	91,3	98,4	96,8	108,0
2005 Ene	1,6	4,5	97,4	97,6	94,0	99,6	96,9	97,7	99,1	90,6	98,2	96,6	101,0
Feb	2,4	6,2	97,6	98,4	93,8	99,7	96,9	99,1	102,6	90,4	98,2	96,9	111,1
Mar	2,2	7,7	98,2	99,0	93,4	100,3	97,3	100,5	104,8	90,8	98,4	97,1	119,6
Abr	1,9	6,6	98,6	99,4	94,0	100,3	97,4	101,6	106,6	90,4	97,9	96,6	128,0
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2001	1.062,8	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	93,5
2002	1.084,1	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	100,7
2003	1.059,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,8
2004	1.145,4	25,5	41,8	203,1	126,9	35,5	66,1	31,8	173,5	40,2	33,0	149,6	63,6	40,2	114,6
2003 IV	269,3	6,1	9,8	49,5	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,3	15,0	8,9	27,5
2004 I	278,3	6,2	10,0	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,2	9,6	27,5
II	286,7	6,3	10,4	50,4	31,5	9,0	16,3	8,2	43,9	10,5	8,0	36,7	15,8	9,9	29,7
III	288,8	6,5	10,5	51,6	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,7	10,3	27,2
IV	291,7	6,6	10,8	51,4	32,9	9,2	17,1	7,7	43,7	10,0	8,2	37,4	15,9	10,5	30,2
2005 I	291,5	6,6	10,9	50,0	33,0	9,7	17,4	7,9	43,5	10,2	8,5	39,0	17,0	11,0	26,8
2004 Dic	96,9	2,2	3,6	16,4	10,9	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,4	3,4	9,6
2005 Ene	97,3	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	8,0
Feb	96,7	2,2	3,6	16,7	10,9	3,2	5,6	2,5	14,4	3,4	2,8	12,5	5,5	3,7	9,8
Mar	97,6	2,2	3,7	16,7	10,9	3,3	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	8,9
Abr	99,3	2,3	3,6	16,6	11,2	3,4	5,6	2,7	14,9	3,2	2,9	13,9	5,6	3,9	9,5
May	100,7	2,4	3,6	17,4	11,1	3,5	5,7	2,7	15,0	3,3	2,7	13,1	6,0	3,7	10,5
<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	5,6	3,5	10,0
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
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	984,7	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	988,5	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	82,9
2004	1.073,0	24,4	39,5	141,8	107,6	56,2	53,4	22,8	113,4	91,9	53,5	163,0	72,2	44,9	88,4
2003 IV	249,9	5,9	9,3	34,5	26,8	11,9	12,4	4,9	26,7	20,0	12,9	35,7	16,5	10,6	21,8
2004 I	252,2	6,0	9,4	33,9	27,1	12,3	12,8	5,1	26,3	20,6	13,4	36,1	16,5	10,7	22,0
II	263,0	5,8	9,8	34,5	26,3	13,4	13,2	5,6	29,6	22,3	12,9	40,8	17,1	10,9	20,8
III	277,1	6,2	10,1	37,4	26,7	14,6	13,7	6,0	28,8	23,8	13,7	43,0	18,9	11,6	22,6
IV	280,6	6,3	10,2	36,0	27,6	15,9	13,8	6,1	28,7	25,2	13,4	43,1	19,6	11,7	22,9
2005 I	277,5	6,1	9,9	35,3	27,0	16,8	13,4	6,3	28,9	26,5	13,0	40,1	20,1	12,0	22,1
2004 Dic	92,6	1,9	3,4	11,4	9,4	5,4	4,5	2,1	9,6	8,4	4,4	15,3	6,3	3,9	6,6
2005 Ene	92,0	2,1	3,3	11,8	9,2	5,0	4,5	2,1	9,6	8,6	4,4	12,8	6,3	4,0	8,4
Feb	91,4	2,0	3,3	11,7	9,0	5,0	4,4	2,0	9,6	8,7	4,2	13,7	6,4	4,0	6,5
Mar	94,1	2,1	3,3	11,9	8,7	5,0	4,5	2,2	9,8	9,1	4,5	13,5	7,4	4,0	7,1
Abr	95,0	2,1	3,4	12,3	9,3	5,7	4,6	2,0	9,9	8,8	4,1	14,6	7,0	3,9	7,4
May	97,5	2,1	3,4	12,4	10,1	5,8	4,7	2,1	9,9	9,3	4,2	14,7	7,5	3,9	7,4
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,7	4,2	8,2
<b>Saldo</b>															
2001	48,4	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	12,8
2002	99,4	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,7
2003	70,5	1,1	1,8	56,0	15,5	-18,2	13,0	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	16,9
2004	72,4	1,1	2,3	61,3	19,3	-20,7	12,7	9,0	60,1	-51,7	-20,5	-13,4	-8,6	-4,7	26,2
2003 IV	19,4	0,2	0,5	15,0	2,8	-4,5	3,5	1,8	14,7	-11,0	-4,8	-1,4	-1,5	-1,6	5,8
2004 I	26,0	0,1	0,6	15,8	4,1	-4,3	2,7	2,8	16,3	-10,9	-5,0	0,7	-1,4	-1,1	5,4
II	23,7	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,4	3,1	2,6	14,3	-11,8	-4,9	-4,1	-1,3	-1,0	8,9
III	11,7	0,2	0,4	14,2	4,6	-5,3	3,5	2,0	14,5	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	4,6
IV	11,1	0,3	0,7	15,4	5,3	-6,7	3,3	1,6	15,1	-15,2	-5,3	-5,7	-3,7	-1,2	7,3
2005 I	14,1	0,5	1,0	14,7	6,1	-7,1	4,0	1,7	14,5	-16,2	-4,6	-1,1	-3,1	-1,0	4,7
2004 Dec.	4,3	0,3	0,2	5,0	1,5	-2,2	1,3	0,5	5,2	-5,0	-1,6	-2,6	-0,8	-0,5	3,0
2005 Ene	5,4	0,1	0,3	4,9	2,0	-1,8	1,4	0,6	5,0	-5,2	-1,5	0,9	-0,8	-0,2	-0,4
Feb	5,3	0,3	0,3	5,0	1,8	-2,7	1,2	0,5	4,8	-5,4	-1,4	-1,3	-0,9	-0,3	3,3
Mar	3,4	0,1	0,4	4,7	2,2	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,6	-1,6	-0,7	-1,4	-0,4	1,8
Abr	4,2	0,2	0,3	4,2	2,0	-2,3	1,0	0,8	5,0	-5,6	-1,2	-0,7	-1,5	0,0	2,0
May	3,2	0,3	0,2	5,0	1,1	-2,3	1,0	0,6	5,1	-6,1	-1,5	-1,6	-1,5	-0,2	3,1

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



## TIPOS DE CAMBIO

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

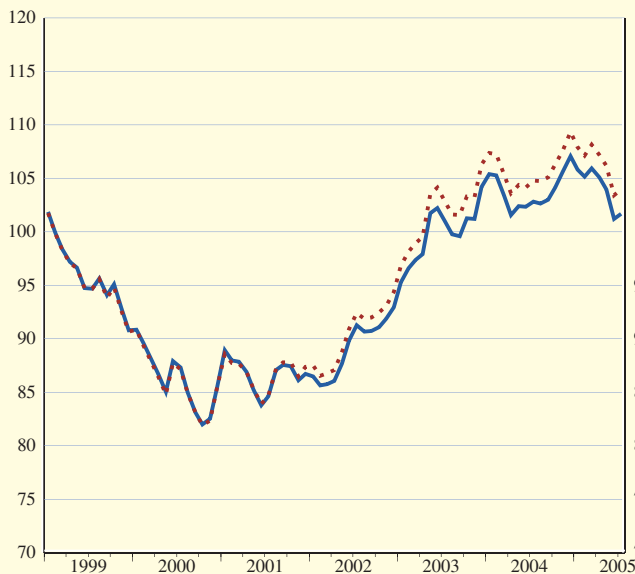
(medias del periodo; índice 1999 I=100)

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

### C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

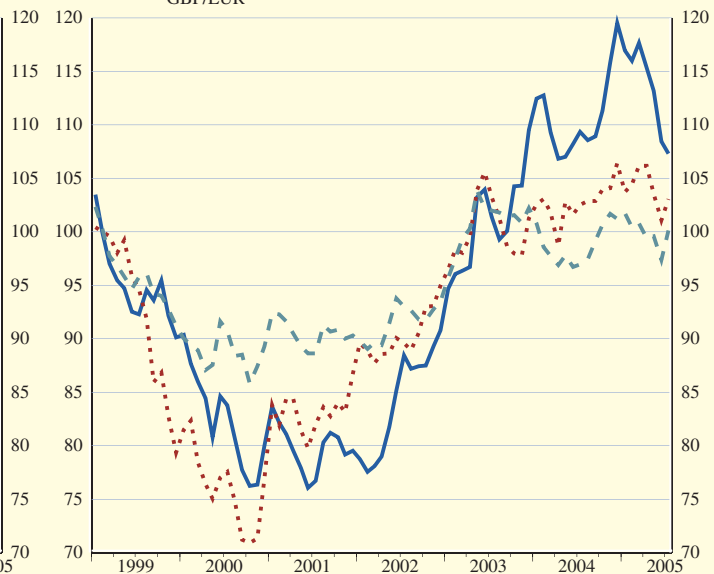
— TCE-23 nominal  
 ..... TCE-23 real deflactado por el IPC



### C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estadounidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won surcoreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
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
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
2005 Ene	7,4405	9,0476	0,69867	1,3119	135,63	1,5469	1.362,01	10,2269	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147
Feb	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1.330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
Mar	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
Abr	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1.306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
May	7,4443	9,1931	0,68399	1,2694	135,37	1,5449	1.272,34	9,8900	2,0962	1,5942	8,0814	1,6571
Jun	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1.231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
Jul	7,4584	9,4276	0,68756	1,2037	134,75	1,5578	1.248,53	9,3590	2,0257	1,4730	7,9200	1,6002
% variación sobre mes anterior												
2005 Jul	0,2	1,8	2,8	-1,0	1,9	1,2	1,4	-1,1	-0,4	-2,5	0,3	0,8
% variación sobre año anterior												
2005 Jul	0,3	2,5	3,3	-1,9	0,5	2,0	-12,1	-2,2	-3,5	-9,2	-6,5	-6,6
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano <sup>1)</sup> 24
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
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
2005 Ene	30,304	15,6466	0,58170	0,6963	3,4528	246,48	0,4322	4,0794	239,77	38,573	1,9559	38,168
Feb	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36,733
Mar	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36,292
Abr	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36,277
May	30,220	15,6466	0,57806	0,6960	3,4528	251,95	0,4293	4,1749	239,51	39,004	1,9561	36,175
Jun	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36,136
Jul	30,180	15,6466	0,57367	0,6961	3,4528	246,47	0,4293	4,0986	239,48	38,886	1,9558	3,5647
% variación sobre mes anterior												
2005 Jul	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0	-
% variación sobre año anterior												
2005 Jul	-4,3	0,0	-1,4	5,5	0,0	-1,4	0,8	-8,2	-0,2	-2,5	0,0	-
	Yuan renminbi chino <sup>2)</sup> 25	Kuna croata <sup>2)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>2)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>2)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>2)</sup> 31	Rublo ruso <sup>2)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>2)</sup> 34	Nueva lira turca <sup>3)</sup> 35	
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 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	
II	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
2005 Ene	10,8588	7,5494	82,12	12.073,27	4,9861	1,8620	73,068	36,6704	7,8386	50,855	1,7784	
Feb	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104	
Mar	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
Abr	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
May	10,5062	7,3272	82,36	12.033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396	
Jun	10,0683	7,3169	79,30	11.716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560	
Jul	9,8954	7,3090	78,40	11.803,89	4,5590	1,7732	67,394	34,5513	8,0790	50,199	1,6133	
% variación sobre mes anterior												
2005 Jul	-1,7	-0,1	-1,1	0,7	-1,4	3,2	0,3	-0,4	-1,7	0,8	-2,6	
% variación sobre año anterior												
2005 Jul	-2,6	-1,0	-10,6	6,5	-2,2	-6,5	-1,8	-3,2	7,5	0,0	-	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IAPC</b>													
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 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
II	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,4	0,5	1,9
2005 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
Jun	1,3	1,7	3,2	1,5	6,6	2,0	3,7	2,1	1,4	1,7	2,5	0,8	2,0
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
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	3,0	-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	1,7	-4,2	-0,5	-1,4	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,8	71,9	14,3	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>													
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
Jun	3,31	3,16	-	5,13	3,87	3,78	6,59	4,56	4,91	3,90	3,36	3,11	4,31
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>													
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
Jun	1,75	2,16	2,34	4,11	2,81	2,36	-	3,27	5,22	4,05	2,88	1,82	4,84
<b>PIB real</b>													
2003	3,2	0,7	6,7	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	7,8	3,8	8,5	6,7	4,2	1,0	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 IV	4,6	3,0	6,8	3,1	8,6	6,3	4,0	1,4	3,7	3,4	5,8	2,5	2,7
2005 I	4,4	1,9	6,9	3,9	7,4	6,5	3,6	-0,1	3,8	2,7	5,1	1,8	2,1
II	.	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	.	1,7
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-5,0	-11,3	-5,9	-8,4	-8,6	-1,1	-1,6	-3,4	8,2	-1,8
2004 III	-7,4	2,5	-4,4	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,2	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,7
IV	-7,8	0,5	-16,3	-12,6	-7,1	-2,5	-7,1	-17,6	0,5	-2,6	-3,6	7,3	-0,9
2005 I	2,3	3,2	-8,5	-13,6	-9,2	-3,7	-6,7	-9,9	1,5	-0,2	-1,9	9,0	-1,4
<b>Costes laborales unitarios</b>													
2003	7,6	2,0	4,9	-	5,2	1,5	7,4	-	.	4,8	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	3,0	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	2,0
2004 III	1,4	1,1	3,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	-1,2	0,7
IV	0,7	0,3	2,9	-	.	.	.	-	.	.	5,1	-0,4	1,3
2005 I	-0,2	1,9	3,1	-	.	.	.	-	.	.	5,7	3,1	4,6
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	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	4,7
2004 IV	8,2	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	8,1	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,1	5,8	16,1	6,3	4,6
II	7,9	4,9	7,9	5,0	9,1	.	6,3	6,8	17,8	5,9	15,5	.	.
2005 Mar	8,0	4,9	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,1	5,8	15,9	6,3	4,6
Abr	7,9	4,9	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	4,7
May	7,9	4,9	7,9	5,0	9,1	8,1	6,3	6,8	17,7	5,9	15,5	.	.
Jun	7,8	4,8	7,8	5,3	9,0	.	6,3	6,6	17,6	5,9	15,4	.	.
Jul	.	.	.	5,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

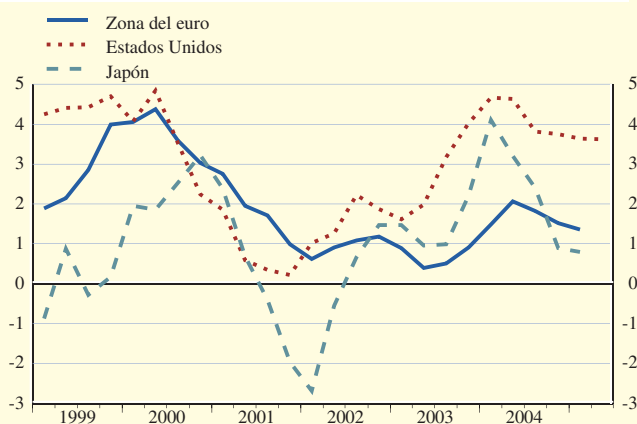
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario ampliado <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en el PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	3,3	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-0,5	4,2	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 II	2,9	-1,7	4,6	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,8	48,2
III	2,7	-0,1	3,8	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
IV	3,3	0,4	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 I	3,0	2,4	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
II	2,9	.	3,6	3,4	5,1	4,7	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 Mar	3,1	-	-	4,1	5,2	5,3	3,03	4,49	1,3201	-	-
Abr	3,5	-	-	3,3	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	-	-
May	2,8	-	-	3,1	5,1	4,4	3,27	4,14	1,2694	-	-
Jun	2,5	-	-	3,7	5,0	4,8	3,43	4,00	1,2165	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	3,61	4,16	1,2037	-	-
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 I	-0,2	-1,0	0,8	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	.	.	0,2	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 Mar	-0,2	-0,6	-	1,2	4,5	2,1	0,05	1,45	138,83	-	-
Abr	0,0	0,8	-	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	-	-
May	0,2	.	-	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	-	-
Jun	-0,5	.	-	0,0	4,2	1,7	0,05	1,24	132,22	-	-
Jul	.	.	-	.	.	.	0,06	1,26	134,75	-	-

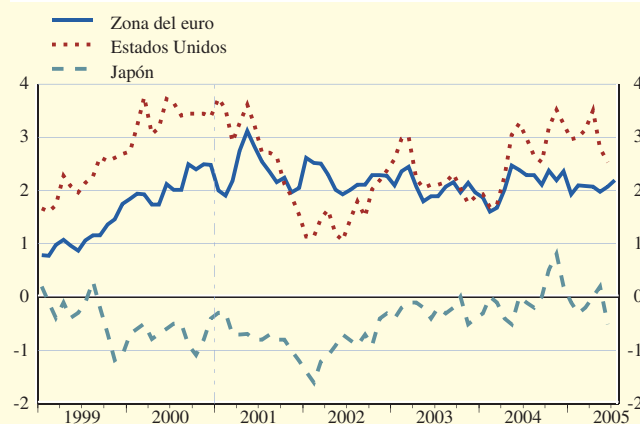
### C33 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

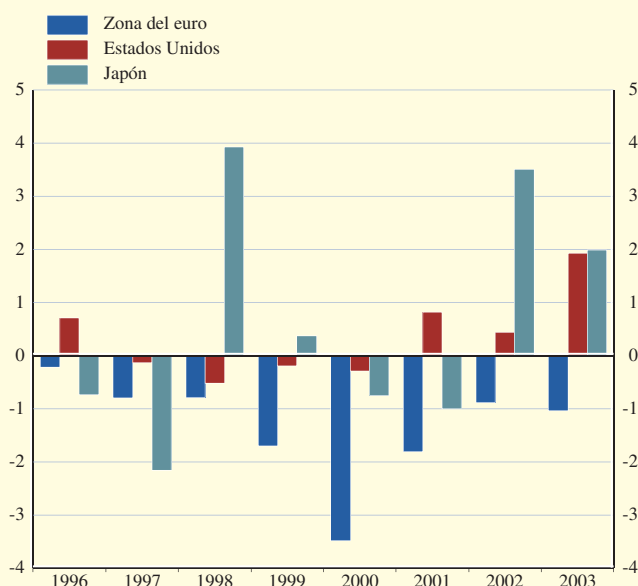
## 9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Estados Unidos</b>													
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
<b>Japón</b>													
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

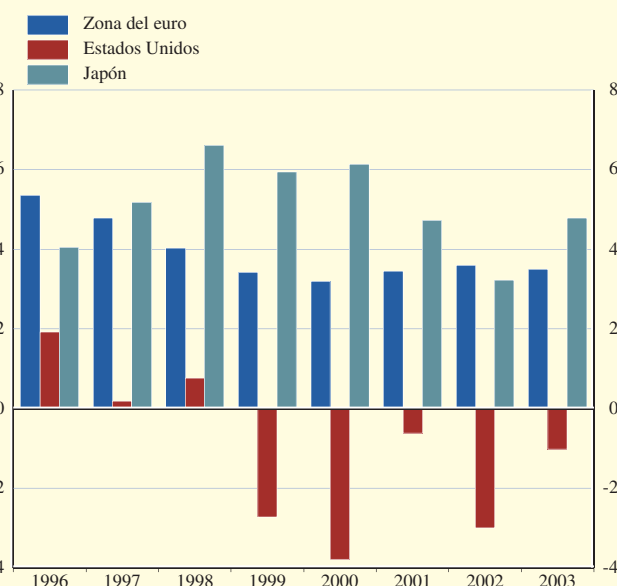
### C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



### C36 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C18	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C19	Nuevos depósitos a plazo	S38
C20	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C21	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C22	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C23	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C25	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C26	Cuenta corriente	S54
C27	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C28	Bienes	S55
C29	Servicios	S55
C30	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S59
C31	Tipos de cambio efectivo	S66
C32	Tipos de cambio bilaterales	S66
C33	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C34	Índices de precios de consumo	S69
C35	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C36	Capacidad de financiación de los hogares	S70







## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopila información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones, y las «operaciones» utilizadas en los agregados monetarios.

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

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

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

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO I DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y transferencias corrientes, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de servicios también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los pagos de las transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



## NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de agosto 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos relativos a los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que se presentan en la columna 2 del cuadro 4.2.1 son bastante comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1.

Las emisiones brutas totales del total de los valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 corresponden a los datos de las emisiones brutas totales realizadas por 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 a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales,<sup>6</sup> y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>7</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el em-

pleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

4 DO L 162 de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86 de 27.3.2001, p. 11.

6 DO L 69 de 13.3.2003, p. 1.

7 DO L 169 de 8.7.2003, p. 37.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.4 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden 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 2000<sup>8</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>9</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>10</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes

8 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

9 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

10 DO L 354 de 30.11.2004, p. 34.

deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

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

quidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

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

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

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

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>



## 9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

## 23 DE ENERO DE 2003

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

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

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

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

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

## 6 DE FEBRERO DE 2003

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

## 6 DE MARZO DE 2003

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

## 3 DE ABRIL DE 2003

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

## 8 DE MAYO DE 2003

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

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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

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

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

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

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

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

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

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

#### **10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003, Y 8 DE ENERO DE 2004**

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

#### **12 DE ENERO DE 2004**

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

#### **5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004**

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

#### **10 DE MARZO DE 2004**

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de veni-



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

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

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

**14 DE ENERO DE 2005**

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

**3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL,  
4 DE MAYO, 2 DE JUNIO, 7 DE JULIO  
Y 4 DE AGOSTO 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 mayo y julio 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.
- «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», agosto 2005.
- «El papel de las “economías emergentes de Asia” en la economía mundial», agosto 2005.
- «Evolución de los billetes en euros y retos futuros», agosto 2005.

#### 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. Cappelletto, 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. Wredenburg, 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. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan 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.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 501 «Measuring comovements by regression quantiles», por L. Cappiello, B. Gérard y S. Manganelli, julio 2005.
- 502 «Fiscal and monetary rules for a currency union», por A. Ferrero, julio 2005.
- 503 «World trade and global integration in production processes: a re-assessment of import demand equations», por R. Barrell y S. Déés, julio 2005.
- 504 «Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison», por B.-R. Wilhelmsen y Andrea Zaghini, julio 2005.
- 505 «Public good issues in TARGET: natural monopoly, scale economies, network effects and cost allocation», por W. Bolt y D. Humphrey, julio 2005.
- 506 «Settlement finality as a public good in large-value payment systems», por H. Pagès y D. Humphrey, julio 2005.
- 507 «Incorporating a “public good factor” into the pricing of large-value payment systems», por C. Holthausen y J.-C. Rochet, julio 2005.
- 508 «Systemic risk in alternative payment system designs», por P. Galos y K. Soramäki, 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.  
«Statistical classification of financial markets instruments», julio 2005.  
«Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions», julio 2005.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.  
«TARGET - the current system», septiembre 2004.





## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas del comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas del comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Coste laboral bruto mensual:** sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total por asalariado en relación con el PIB a precios constantes por persona ocupada.

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Curva de rendimientos:** curva que describe la relación entre el tipo de interés o rendimiento y el plazo en un momento determinado de valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito y plazos

distintos. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de los mismos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios:** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra determinada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las ope-

raciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones, por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o número de votos.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Paridad central:** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, las vacantes sin cubrir o los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.