



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
SEPTIEMBRE

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 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 31 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 las finanzas públicas
 Evolución de los tipos de cambio
 y de la balanza de pagos

Recuadros

- 1 El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro **19**
- 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 11 de mayo y el 9 de agosto de 2005 **29**
- 3 Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro **34**
- 4 El coste del capital en la zona del euro y Estados Unidos **42**
- 5 ¿Cómo pueden explicarse las diferencias de crecimiento de los salarios entre servicios de mercado y no de mercado? **54**
- 6 Evolución de la construcción en la zona del euro **58**
- 7 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **65**
- 8 Reforma del régimen cambiario del renminbi **74**

5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
9	CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
15	EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)	V
72	DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004	IX
	GLOSARIO	XV

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 1 de septiembre 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 Euro-sistema. 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 concluyó que la orientación de la política monetaria continúa siendo apropiada, dadas las actuales perspectivas para la tasa de inflación a medio plazo. El nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, representa un estímulo considerable para la actividad económica de la zona del euro. En el momento actual, si bien existen diversos riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno sigue considerando que no se observan señales significativas de una acumulación de presiones inflacionistas en la zona del euro. No obstante, principalmente en razón del riesgo de efectos secundarios derivados del actual incremento de los precios del petróleo, continúa realizando un atento seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación. En este momento, los riesgos al alza para la estabilidad de precios justifican una actitud particularmente vigilante.

Comenzando con el análisis económico, según las últimas estimaciones publicadas por Eurostat, el PIB real aumentó un 0,3% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2005, frente al 0,4% observado en el primer trimestre. Así pues, la actividad económica de la zona del euro ha seguido creciendo a ritmo moderado. Los indicadores procedentes de las encuestas más recientes respaldan, en general, la percepción de que el crecimiento económico podría experimentar una mejora durante el segundo semestre del 2005, en un contexto en el que la subida de los precios del petróleo sigue repercutiendo en la demanda y en la confianza.

En el entorno exterior, la continuación del 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, la inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, del vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales y de las mejoras de la eficiencia que se están produciendo en las empresas. El consumo debería crecer de forma gradual, en consonancia con la evolución esperada de la renta disponible.

Esta evaluación coincide en gran medida con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2005. Se estima que la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 1,6% en el 2005 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2006 (para más información, véase el recuadro 7 titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»). Las previsiones publicadas recientemente por organizaciones internacionales y entidades privadas contienen información muy similar. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en junio, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 2005 y en el 2006 se han ajustado ligeramente a la baja, a consecuencia, tanto de la revisión a la baja de los datos de crecimiento referidos al primer trimestre de este año, como de los efectos del incremento de los precios del petróleo.

En conjunto, los riesgos para las proyecciones del crecimiento económico siguen apuntando a la baja, y están relacionados con el aumento de los precios del petróleo, el bajo nivel de confianza de los consumidores y la preocupación relativa a los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto en el 2,1%, frente al 2,2% registrado en julio. Se espera que durante los próximos meses fluctúe en torno a los niveles actuales, debido, sobre todo, a la reciente trayectoria de los precios del petróleo. A más largo plazo, los expertos del BCE estiman que la tasa media anual de inflación medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el 2005 y

entre el 1,4% y el 2,4% en el 2006. Las últimas proyecciones contienen significativas revisiones al alza en relación con las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema publicadas en junio, como reflejo de que los precios del petróleo han vuelto a incrementarse en mayor medida de lo que indicaban anteriormente los precios a plazo. Paralelamente, los incrementos salariales se han mantenido contenidos en los últimos trimestres; las proyecciones se basan en el supuesto de que, dada la actual situación del mercado de trabajo, esta tendencia proseguirá en el futuro inmediato. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue considerando que no existen evidencias significativas de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro.

Los riesgos para este escenario de referencia se sitúan al alza y están relacionados con la posibilidad de nuevos incrementos de los precios del petróleo, de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Más concretamente, los principales riesgos para las perspectivas de inflación provienen de los efectos secundarios que pudieran derivarse del proceso de fijación de precios y salarios como consecuencia de la actual subida de los precios del petróleo. A este respecto, resulta fundamental que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades. En este contexto, seguirá realizándose un seguimiento muy atento de la evolución de los salarios y de las expectativas de inflación. Se requiere una continua vigilancia a fin de garantizar que las perspectivas de inflación a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en la zona del euro.

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 estimulando, asimismo, 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 en los mercados inmobiliarios. La situación de liquidez sigue siendo holgada en la zona del euro de acuerdo con todos los indicadores fiables, lo que apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

En síntesis, la reciente evolución de los precios del petróleo ha determinado un ajuste al alza de las proyecciones de inflación a un año vista, al tiempo que las presiones inflacionistas internas a medio plazo permanecen contenidas en la zona del euro. Con todo, predominan los riesgos al alza para este escenario de referencia. El contraste del análisis económico con el análisis monetario corrobora la necesidad de un atento seguimiento, a fin de mantener las expectativas de inflación a medio plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con ello, la política monetaria contribuye de forma significativa a la recuperación del crecimiento económico.

Las políticas fiscales aportarán una contribución óptima a la estabilidad, al crecimiento y a la confianza si se hace frente a los actuales desequilibrios con medidas integradas en programas de reformas decididos y bien elaborados. Una aplicación rigurosa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado reforzaría la credibilidad de los programas de reformas y mejoraría las expectativas de una situación presupuestaria saneada y de crecimiento sólido. En este contexto, es de lamentar que se mantenga la excesiva lentitud del ritmo del saneamiento presupuestario. En algunos países, existe el riesgo de que no se cumplan los objetivos para corregir los déficits excesivos. Asimismo, debido a una aplicación muy laxa de las nuevas disposiciones del Pacto, se ha concedido a los países que recientemente han sobrepasado el límite de déficit del 3% períodos relativamente prolongados para corregir esta situación. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a los Estados miembros afectados a que intensifiquen los esfuerzos encaminados al saneamiento presupuestario y a que orienten la aplicación de las normas reformadas a respaldar dichos esfuerzos y a impedir desviaciones futuras.

En lo que se refiere a las reformas estructurales, la Comisión Europea ha presentado recientemente el programa comunitario sobre la estrategia de

Lisboa así como una lista de medidas aplicables a escala de la UE al objeto de reactivar la estrategia de Lisboa. El programa se dirige principalmente a fomentar el conocimiento y la innovación a fin de estimular el crecimiento, hacer de Europa un lugar más atractivo para invertir y trabajar y a crear más empleo y de mejor calidad. Asimismo, incluye otras medidas destinadas a promover la apertura de los mercados y a simpli-

ficar el marco regulador aplicable a las empresas. El programa comunitario sobre la estrategia de Lisboa se complementará con la introducción de planes de acción nacionales para el crecimiento y el empleo que los Estados miembros presentarán este otoño. Tanto en el ámbito nacional como en el comunitario, resulta crucial progresar a fin de afrontar los retos económicos a los que se enfrenta la UE.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. Cada vez parece más probable que la debilidad observada en el sector manufacturero durante el primer semestre del año fue un fenómeno transitorio. A pesar del alza sostenida de los precios del petróleo, las presiones inflacionistas a nivel mundial siguen estando relativamente bien contenidas. Las perspectivas para la economía mundial continúan siendo relativamente favorables, aunque la evolución de los precios del petróleo es la principal causa de riesgo a la baja para el crecimiento.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

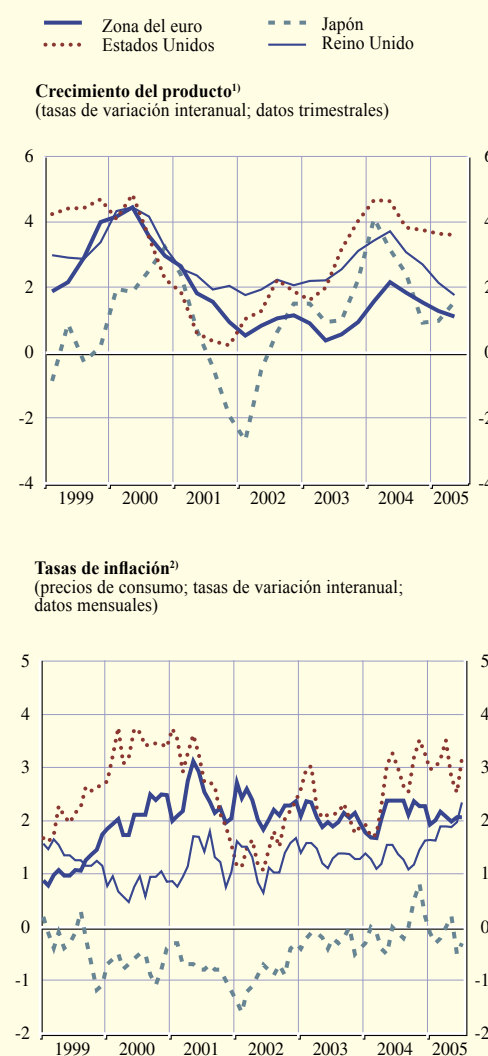
La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. La producción industrial ha experimentado recientemente una recuperación en varios países. Además, los resultados de las encuestas sugieren que el sector manufacturero registró una notable mejora en muchos países en julio, mientras que en el sector servicios el crecimiento siguió siendo muy dinámico. Al mismo tiempo, se mantuvo prácticamente sin cambios la vigorosa expansión de varias economías asiáticas, sobre todo China. A pesar del alza sostenida de los precios del petróleo, las tasas de inflación interanual, medidas por los precios de consumo, han seguido moderándose en general. La tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía, se redujo hasta el 1,8% en promedio en los países de la OCDE en junio, continuando así la tendencia gradual a la baja.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos ha continuado la sólida expansión económica, respaldada por un crecimiento bastante rápido de la productividad del trabajo y por una mejora gradual del empleo. Según las primeras estimaciones, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,3% en el segundo trimestre del 2005. Por consiguiente, el crecimiento fue ligeramente inferior al registrado en el trimestre anterior, debido en parte a un fuerte descenso de la inversión en existencias. El crecimiento de la demanda interna, excluida la variación de existencias, siguió siendo robusto y la contribución de la demanda exterior neta al PIB se tornó positiva. Esta mejora de la demanda exterior neta fue, en gran medida, resultado de una desaceleración de las importaciones que, hasta cierto punto, podría reflejar el ajuste de las existencias.

A juzgar por los indicadores más recientes, la economía ha continuado su expansión a un ritmo bastante

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

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

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

dinámico en los últimos meses. El efecto moderador de los elevados precios del petróleo en la actividad parece seguir siendo limitado. Los tipos de interés a largo plazo son todavía relativamente bajos, a pesar de la subida de los tipos a corto. Ello, unido a los incrementos de los precios de la vivienda, ha estimulado la inversión residencial y otros componentes del gasto de los hogares y las empresas. La producción manufacturera ha cobrado impulso en los últimos meses, tras una cierta atonía que parece haber guardado relación con la necesidad de reducir las existencias en algunos sectores, especialmente en el del automóvil.

Por otro lado, ha continuado la progresiva mejora de las condiciones del mercado de trabajo. En julio, el empleo en el sector no agrícola aumentó en 207.000 personas, con lo que el incremento medio intermensual en los siete primeros meses del año sitúa en 191.000. La tasa de paro se redujo hasta el 5% en julio. El crecimiento de la productividad del trabajo ha seguido siendo bastante sólido, con un incremento en el sector empresarial no agrícola del 2,2%, en tasa intertrimestral anualizada, en el segundo trimestre del 2005, cifra ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior.

De cara al futuro, las perspectivas para la actividad económica general siguen siendo bastante favorables a corto plazo. Se espera que la inversión privada en capital fijo siga creciendo en la medida en que los beneficios empresariales siguen siendo sólidos y las condiciones de financiación relativamente favorables. También se prevé que el crecimiento del consumo de los hogares continuará siendo dinámico, gracias al favorable comportamiento del empleo. Aunque el elevado nivel de los precios de la energía no parece haber tenido hasta ahora más que un efecto limitado en la actividad económica, su evolución representa un riesgo para crecimiento.

Los aumentos de los precios de consumo, excluida la energía, se han mantenido relativamente moderados, a pesar del elevado precio del petróleo y de la aceleración de los costes laborales unitarios durante el último año. Si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó en julio hasta el 2,1%. Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, en su reunión de 9 de agosto de 2005, elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales 0,25 puntos porcentuales por décima vez consecutiva, hasta situarlo en el 3,5%. El Comité reiteró su afirmación en el sentido de que «la política monetaria acomodaticia podrá eliminarse a un ritmo que probablemente sea moderado».

JAPÓN

En Japón, la actividad económica está recobrando impulso tras la considerable desaceleración experimentada durante todo el año pasado. Según la primera estimación de las cuentas nacionales, el PIB real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2005, lo que equivale a una tasa de crecimiento anualizada del 1,1%. Esta cifra representa un notable descenso con respecto al trimestre anterior, pero ya se preveía en vista de la tasa de expansión intertrimestral excepcionalmente alta observada en el primer trimestre del año en curso (5,4% en tasa anualizada). La variación en la tasa de crecimiento del PIB en comparación con el trimestre anterior refleja, en gran medida, una importante contribución negativa de las existencias. Por el contrario, la demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al crecimiento.

Los datos más recientes sobre el PIB confirman los indicios anteriores de sólido crecimiento de la demanda interna y apuntan también a una incipiente recuperación de las exportaciones. De cara al futuro, se prevé que la economía japonesa continúe recuperándose a un ritmo sostenido durante el resto del año, estimulada por la favorable evolución de los mercados de trabajo y el dinamismo de las inversiones empresariales.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, tanto el IPC general, como el IPC, excluidos los alimentos frescos, siguieron reduciéndose en julio. La tasa de variación interanual del IPC fue de -0,3%

en julio, mientras que la del IPC, excluidos los alimentos frescos, se situó en $-0,2\%$. Por el contrario, los precios industriales, medidos por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas se incrementaron un $1,5\%$ en tasa interanual en julio, como consecuencia de las alzas de precios de los productos petrolíferos y las materias primas.

En su reunión de 9 de agosto de 2005, el Banco de Japón decidió mantener sin cambios el objetivo para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor en un intervalo de 30 billones a 35 billones de yenes. Al mismo tiempo, reiteró en el comunicado de prensa correspondiente que, cuando la demanda de liquidez sea excepcionalmente baja, debido a factores técnicos, podría permitirse una reducción de dichos saldos por debajo del umbral inferior del intervalo establecido como objetivo.

REINO UNIDO

La evolución reciente en el Reino Unido indica un lento crecimiento económico y un progresivo aumento de la inflación. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del $0,5\%$ en el segundo trimestre del 2005, lo que representa un ligero incremento con respecto al trimestre anterior. Se mantuvo la atonía en el gasto de los hogares y la inversión, mientras que las exportaciones experimentaron una pronunciada aceleración en el segundo trimestre. Las importaciones también aumentaron, pero el repunte en el segundo trimestre fue más débil, lo que contribuyó al descenso del déficit comercial. En vista de los datos más recientes sobre las cuentas nacionales, se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento económico para el año 2005.

La inflación interanual medida por el IAPC aumentó nuevamente en julio hasta el $2,3\%$ desde el 2% del mes precedente. El principal efecto alcista tuvo su origen en los precios del transporte, básicamente como resultado de la subida de los precios de la gasolina. Los precios de la energía también siguieron impulsando al alza los precios industriales, que subieron un $10,4\%$ en tasa interanual. Los precios de la vivienda se mantuvieron relativamente estables en el segundo trimestre del 2005. El 4 de agosto de 2005, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés básico en 0,25 puntos porcentuales hasta situarlo en el $4,5\%$. Esta decisión estuvo motivada por la moderación del comportamiento económico y por las perspectivas menos optimistas respecto al crecimiento del producto.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Las perspectivas económicas para los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro continúan siendo relativamente favorables, aunque en la mayoría de ellos, el crecimiento del producto para el conjunto del año 2005 probablemente será inferior al del año pasado. Al mismo tiempo, los datos respecto a la inflación medida por el IAPC correspondientes a julio sugieren que la tendencia a la baja observada en algunos países ha tocado fondo.

En Suecia, los datos provisionales indican un incremento de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real hasta el $0,6\%$ en el segundo trimestre de este año. La actividad económica contó con el respaldo del consumo privado y la inversión, ya que la contribución de la demanda exterior al crecimiento del PIB fue nula. En Dinamarca, también se espera una recuperación del crecimiento del producto, que mostró una relativa atonía en el primer trimestre del año ($0,1\%$ en tasa intertrimestral). La inflación interanual medida por el IAPC parece verse cada vez más afectada por la evolución de los precios de la energía, especialmente en Dinamarca, en donde aumentó hasta el $1,9\%$ en julio. Sin embargo en Suecia, la inflación se mantuvo en un moderado $0,7\%$ en julio, gracias a la sólida competencia y al fuerte aumento de la productividad. De cara al futuro, se prevé que en 2005, el crecimiento del producto siga siendo relativamente robusto en ambos países, impulsado en gran medida por la demanda interna.



En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE, el PIB real siguió creciendo a un ritmo relativamente sólido en el primer trimestre de este año, aunque, en general, más lento que antes. Los indicadores de actividad correspondientes al segundo trimestre apuntan a un crecimiento sostenido relativamente robusto en la República Checa y Hungría. En la República Checa, se espera que la evolución de la demanda exterior neta influya positivamente en el crecimiento del producto. En Hungría, el crecimiento de la construcción y las ventas del comercio al por menor apuntan a un incremento del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de este año. En Polonia, sin embargo, las estimaciones provisionales del crecimiento del PIB en el segundo trimestre parecen indicar que la actividad económica ha sido más débil que en los otros dos países. De cara al futuro, es probable que los tipos de interés más bajos estimulen la demanda interna en los tres países. Las tendencias de la inflación, medida por el IAPC, han variado de un país a otro. Si bien la inflación se ha reducido significativamente en Polonia desde comienzos del año (1,5% en julio), se ha mantenido en niveles relativamente altos, aunque en general con una tendencia descendente, en Hungría (3,6% en julio). En la República Checa, la inflación sigue siendo baja (1,4% en julio). En todos estos países, la favorable evolución de los precios de los alimentos y las recientes apreciaciones de la moneda parecen estar contrarrestando la presión al alza de la subida de los precios de la energía. En un contexto de mejora de las perspectivas de inflación, el 22 de agosto, el Magyar Nemzeti Bank redujo en 0,5 puntos básicos el tipo de interés oficial hasta situarlo en el 6,25%. El 31 de agosto, el Narodowy Bank Polski también redujo su tipo de interés oficial en 0,25 puntos básicos hasta el 4,5%.

En la mayoría de los otros países e la UE no pertenecientes a la zona del euro las perspectivas de crecimiento continúan siendo relativamente favorables, sobre todo en los Estados bálticos y Eslovaquia. En los países para los que se dispone de datos, el crecimiento interanual del PIB real ha seguido siendo robusto en el segundo trimestre de este año, situándose en un 5,1% en Eslovaquia y en un 6,7% en Lituania. Aunque la inflación, medida por el IAPC, se ha reducido en la mayoría de los países desde comienzos de año, se ha mantenido especialmente elevada en Letonia (6,3%) en julio.

En Suiza, la actividad económica siguió siendo débil a principios del 2005, pero últimamente la economía ha dado algunas señales de mejora. Las exportaciones han aumentado significativamente en mayo y los datos de las encuestas indican que la atonía del crecimiento probablemente llegará a su fin en el tercer trimestre. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 1,2% en julio, frente al 0,7% registrado en junio.

En Rusia, la expansión económica continúa perdiendo impulso en comparación con las tasas observadas en el 2004. La producción industrial creció en el segundo trimestre un 4,1% en tasa interanual, frente a un 7,3% en el 2004. La desaceleración fue especialmente pronunciada en el sector de industrias extractivas, mientras que en el sector manufacturero el crecimiento se redujo desde el 9,2% en el 2004 hasta el 6% en el segundo trimestre del 2005. Al mismo tiempo, las tasas de inflación permanecen en niveles relativamente altos, a pesar de que se han moderado ligeramente. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se redujo desde el 13,7% de junio hasta el 13,2% de julio.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

En general, el crecimiento económico en Asia, excluido Japón, ha continuado a un ritmo vigoroso en el segundo trimestre del 2005. Últimamente, las exportaciones han mantenido una tasa de crecimiento sostenida, tras experimentar una desaceleración durante varios trimestres, mientras que la demanda interna ha seguido mostrando un fuerte dinamismo en la mayoría de las grandes economías de la región. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se mantienen en niveles, en general, moderados, pero se han intensificado en algunos países del sudeste asiático, como consecuencia de una reducción de las subvenciones públicas a los combustibles.

En China, la economía mantuvo un fuerte ritmo de expansión en el segundo trimestre del 2005. Tanto el aumento de las exportaciones como la solidez de la demanda interna contribuyeron al crecimiento. La combinación de un crecimiento persistentemente alto de las exportaciones con una caída del crecimiento de las importaciones ha dado lugar a un acusado incremento del saldo comercial y a una mayor contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Las exportaciones han seguido creciendo rápidamente, a una tasa interanual del 28,6% en julio del 2005, mientras que las importaciones lo han hecho a un ritmo más moderado del 12,7%. Al mismo tiempo, la solidez de la demanda interna ha continuado estimulando la actividad económica: el crecimiento interanual de la producción industrial y de las ventas del comercio al por menor, aunque ha experimentado una ligera desaceleración con respecto a junio, ha seguido siendo elevado, situándose en un 16,1% y un 12,7%, respectivamente, en julio. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se elevó ligeramente, pasando del 1,6% en junio al 1,8% en julio.

En Corea del Sur, la economía registró una vigorosa expansión en el segundo trimestre del 2005. El PIB real creció a una tasa interanual del 3,3%, frente al 2,7% observado en el primer trimestre del año. El crecimiento de la producción industrial se elevó hasta el 4,1%, en tasa interanual, en junio. La expansión de la actividad económica puede atribuirse a una mejora de la demanda interna y las exportaciones.

Las perspectivas económicas para la región de Asia, excluido Japón, siguen siendo bastante favorables, estimuladas por la mejora en curso de la demanda interna, en particular, del consumo privado, aunque los elevados precios del petróleo continúan siendo un importante factor de riesgo para la región. No obstante, se espera que el crecimiento de la economía china se modere gradualmente, debido a una probable desaceleración del crecimiento de las exportaciones y la inversión.

AMÉRICA LATINA

Los indicadores más recientes sobre América Latina confirman que el crecimiento económico prosigue a un ritmo relativamente rápido. El principal factor impulsor de la expansión siguen siendo las exportaciones, aunque también hay que destacar la contribución de la demanda interna. En Brasil y México, el PIB real creció, en tasa interanual, un 3,9% y un 3,1%, respectivamente en el segundo trimestre. El crecimiento de la producción industrial continuó siendo muy vigoroso en Argentina, alcanzándose una tasa interanual del 8,4% durante el mismo período. Las presiones inflacionistas no muestran una tendencia homogénea en la región pero, en promedio, se han atenuado ligeramente en los últimos meses.

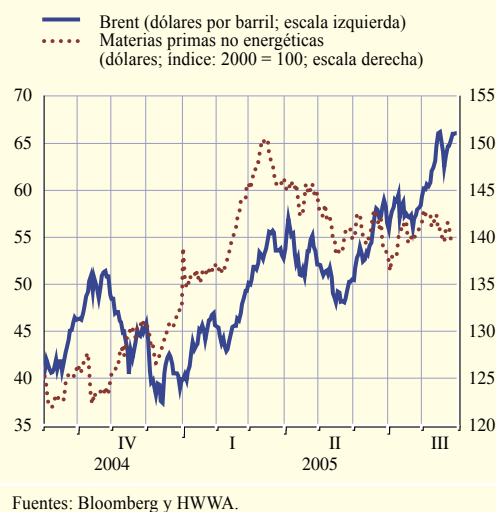
Actualmente, las perspectivas económicas de la región son favorables. Se prevé que la demanda interna, respaldada por los tipos de interés más bajos, cobrará cierto impulso durante el resto del año, lo que contribuiría a compensar la reducción esperada del crecimiento de las exportaciones hasta tasas más sostenibles.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios de petróleo se dispararon entre mediados de julio y finales de agosto: el 31 de agosto el precio del Brent alcanzó un nuevo máximo histórico de 66,9 dólares estadounidenses el barril. En un contexto de tensión de las variables fundamentales del mercado de petróleo, los problemas en el proceso de refinado, el aumento de la inquietud, por razones geopolíticas, respecto a la seguridad del suministro del petróleo y las interrupciones de la oferta atribuibles a las condiciones climáticas impulsaron al alza los precios. La última evaluación de la Agencia Internacional de la Energía indica nuevas tensiones en el equilibrio entre oferta y demanda, ya que se prevé que la demanda de crudo siga siendo relativamente intensa a pesar de los máximos históricos que registran los precios, mientras que las previsiones de

crecimiento de la oferta proveniente de países no pertenecientes a la OPEP continúan estando por debajo de las expectativas anteriores. Por consiguiente, sigue aumentando la demanda de petróleo producido por la OPEP y, a su vez, el grado de dependencia respecto de algunos de los productos mundiales más volátiles. El margen de la OPEP para incrementar la oferta de crudo es limitado, ya que está produciendo casi a plena capacidad. Además, la mayor parte de su capacidad excedente es de una calidad para la que existe actualmente poca demanda, debido a las limitaciones de la capacidad de refinación a escala mundial. Se prevé que, dada la limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción y, por consiguiente, la elevada sensibilidad ante posibles cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, los precios del petróleo sigan siendo elevados y volátiles a corto plazo. Según indican los mercados de futuros sobre este producto, se espera que los precios del petróleo se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos años.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Tras el descenso registrado con respecto al máximo alcanzado en marzo del 2005, los precios de las materias primas no energéticas se han desplazado, en general, horizontalmente en los últimos cuatro meses, ya que el incremento de los precios de las materias primas industriales se ha compensado con un descenso del precio de los alimentos. No obstante, expresados en dólares de Estados Unidos, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en agosto en torno a un 13% por encima del nivel alcanzado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS GENERALES PARA EL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas para el entorno exterior y para la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. En particular, la mejora observada en las manufacturas en varios países sugiere que la reciente debilidad de este sector podría haber sido en cierta medida transitoria y consecuencia, en parte, de las correcciones de las existencias. Una imagen similar ofrece el indicador sintético adelantado de la OCDE, en el que la tasa de variación de seis meses, si bien permanece en niveles bajos, aumentó notablemente en junio, continuando así la mejora iniciada en mayo. La recuperación del indicador adelantado ha sido generalizada, siendo Estados Unidos, Canadá y Suiza los países que registran incrementos más notables. Las perspectivas para las principales economías emergentes de Asia y América Latina también siguen siendo bastante favorables, respaldadas especialmente por la evolución de la demanda interna. Las favorables condiciones de financiación y el sólido crecimiento de los beneficios deberían continuar estimulando el crecimiento mundial. Los precios del petróleo constituyen el principal riesgo a la baja para estas perspectivas tan favorables.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La evolución monetaria de los últimos meses confirma el afianzamiento del crecimiento de M3 observado desde mediados del 2004. El efecto positivo de los reducidos niveles de los tipos de interés continúa siendo el principal factor impulsor de la trayectoria de este agregado monetario, si bien el impacto moderador de la normalización del comportamiento en la asignación de carteras ha disminuido. El efecto de los bajos tipos de interés se refleja en el dinamismo de los instrumentos más líquidos de M3 incluidos en M1 y en una nueva intensificación del crecimiento del crédito del lado de las contrapartidas. En general, la evidencia disponible sugiere que la liquidez en la zona del euro continúa siendo amplia, lo que sigue apuntando a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En los últimos meses ha continuado el fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de M3 observado desde mediados del 2004. Esta tasa se situó en el 7,9% en julio del 2005, en comparación con unas tasas de crecimiento interanual del 7% en el segundo trimestre y del 6,6%, en el primer trimestre. La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 en el período comprendido entre mayo y julio del 2005 se incrementó hasta el 7,6%, desde el 7,2% registrado en el periodo transcurrido entre abril y junio del 2005 (véase gráfico 3). El nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 a mediados del 2005 refleja una intensa evolución a corto plazo, como indica, por ejemplo, el incremento de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, hasta el 8,7% en julio, en comparación con el 7,1% de enero del 2005.

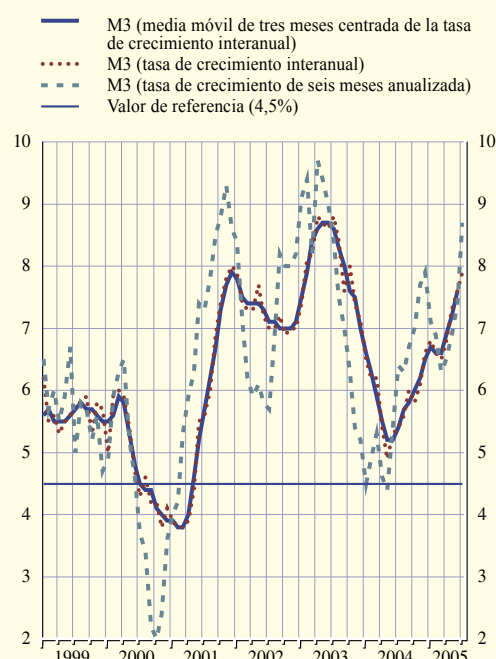
El impacto positivo de los bajos tipos de interés vigentes, que conlleva un reducido coste de oportunidad de mantener dinero, ha continuado siendo el principal factor impulsor de la evolución monetaria, lo que queda reflejado en el acusado crecimiento de los componentes más líquidos de M3 que están incluidos en el agregado monetario estrecho M1.

Al mismo tiempo, la distribución de las nuevas inversiones parece haber retornado a pautas más normales, y el factor denominado «normalización del comportamiento de los agentes económicos de la zona del euro en la asignación de carteras», que había moderado el crecimiento monetario tras la excepcional preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003, parece haber perdido su ímpetu anterior. Esta opinión queda confirmada, por ejemplo, por el hecho de que la brecha entre el intenso crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el moderado avance de las participaciones en fondos del mercado monetario, un instrumento seguro, no se ha ampliado más en los últimos meses.

Como reflejo de la disminución gradual de los efectos del factor denominado «normalización del

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

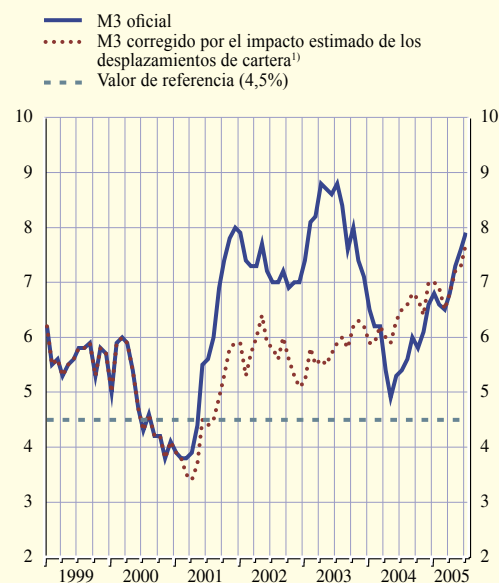
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

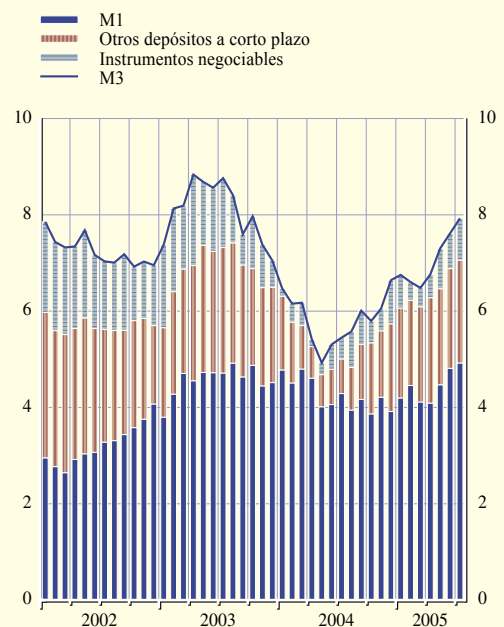
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



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

Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3

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



Fuente: BCE.

comportamiento en la asignación de carteras de los agentes económicos de la zona del euro», la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de M3 oficial y la de la medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera desapareció en el segundo trimestre del 2005. En julio, la tasa de crecimiento interanual de la medida corregida fue del 7,7% (véase gráfico 4)¹. No obstante, cabe observar que, dada la incertidumbre a la que inevitablemente están sujetas las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera, es necesario actuar con cautela al interpretar la medida corregida y su reciente convergencia con la serie oficial.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Durante el período de referencia, el intenso crecimiento interanual de M1 continuó representando la principal contribución a la evolución de M3 (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 9,8% en el segundo trimestre del 2005, desde el 9,6% del primer trimestre (véase cuadro 1). En julio, la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó de nuevo, hasta el 11,1%, frente al 10,9% del mes precedente.

El incremento de la tasa de crecimiento interanual de M1 durante el primer semestre del 2005 oculta algunas diferencias en la evolución de sus dos componentes. Si bien la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó levemente, situándose en el 17,3% en el segundo trimestre, frente al 18% del primer trimestre, la de los depósitos a la vista se elevó hasta el 8,5% el segundo trimestre, desde el 8,2% del trimestre anterior.

1 Para conocer más detalles sobre el cálculo de la medida corregida, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Jun	2005 Jul
M1	48,0	9,6	9,3	9,6	9,8	10,9	11,1
Efectivo en circulación	7,2	20,3	19,1	18,0	17,3	17,2	16,0
Depósitos a la vista	40,8	7,9	7,7	8,2	8,5	9,8	10,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,5	2,0	3,5	4,5	5,0	5,1	5,3
Depósitos a plazo hasta dos años	15,2	-5,8	-2,4	0,5	2,6	3,4	4,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	22,2	7,6	7,4	7,1	6,6	6,1	6,0
M2	85,5	5,8	6,4	7,1	7,5	8,1	8,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	4,0	3,9	3,9	4,3	5,0	5,9
M3	100,0	5,6	6,1	6,6	7,0	7,6	7,9
Crédito a residentes en la zona del euro		6,2	6,0	6,4	6,5	6,6	6,8
Crédito a las Administraciones Públicas		6,3	3,7	3,4	2,1	1,1	1,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,2	0,6	-0,4	-0,9	-1,1	-1,8
Crédito al sector privado		6,2	6,7	7,3	7,7	8,1	8,4
Préstamos al sector privado		6,2	6,9	7,3	7,5	8,0	8,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		8,5	8,9	9,5	9,6	10,4	9,8

Fuente: BCE.

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

Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista han desempeñado un papel cada vez más importante en la evolución monetaria desde mediados del 2004. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos aumentó de nuevo durante el segundo trimestre del 2005, hasta el 5%, desde el 4,5% del trimestre precedente. Esta tendencia continuó en julio, mes en que la citada tasa se incrementó hasta el 5,3%, desde el 5,1% del mes anterior. Este aumento obedeció a una mayor demanda de depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a plazo), mientras que el crecimiento de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro) se mantuvo intenso.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se situó en el 5,9% en julio, tras repuntar hasta el 4,3% en el segundo trimestre del 2005, desde el 3,9% del primer trimestre. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se incrementó hasta el 3,9% en julio, desde el 2,2% de junio. El crecimiento de estos activos, que los hogares y las empresas tienen con el fin de mantener liquidez en épocas de mayor incertidumbre, ha seguido siendo relativamente moderado, pero, aparte de fluctuaciones a corto plazo, no se ha reducido más en los últimos meses. Por otro, la demanda de valores distintos de acciones hasta dos años ha tendido a intensificarse en los últimos meses.

El detalle por sectores de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales indica que los hogares continuaron representando la principal contribución a la intensa evolución de estos instrumentos. No obstante, durante el primer semestre del 2005, la contribución de las sociedades no financieras al crecimiento general de los depósitos a corto plazo fue considerablemente mayor que en el último trimestre del 2004. Las tenencias de las sociedades no financieras suelen concentrarse en los depósitos de mayor liquidez, lo que apunta a que, en general, se mantienen para transacciones asociadas a la necesidad de financiación a corto plazo y de disponer de capital circulante. Desde una perspectiva algo más a largo plazo, desde mediados del 2004, el aumento del crecimiento interanual de las tenencias de depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales fue prácticamente generalizado en todos los sectores tenedores de dinero, si bien fue especialmente intenso en el caso de los intermediarios financieros.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

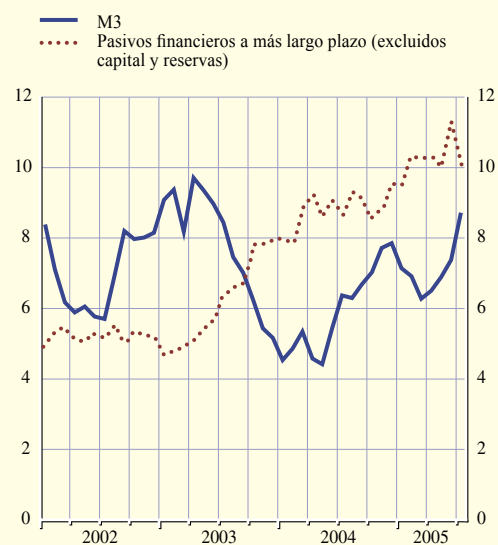
En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total de las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 6,5% en el segundo trimestre del 2005, frente al 6,4% del trimestre precedente. Esta evolución ocultó una persistente tendencia al alza del crecimiento del crédito al sector privado, al tiempo que la trayectoria del crédito a las Administraciones Públicas volvió a moderarse (véase cuadro 1).

El nuevo aumento del crecimiento del crédito al sector privado en el segundo trimestre del 2005, que se situó en el 7,7% en términos interanuales, en comparación con el 7,3% del trimestre anterior, es consecuencia tanto del reducido nivel de los tipos de interés vigentes como de las mejores condiciones de oferta del crédito el año pasado (según se indicó en las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas por el Eurosistema). En el mes de julio persistió la intensificación del endeudamiento del sector privado, y la tasa de crecimiento interanual del crédito a este sector aumentó hasta el 8,4%, desde el 8,1% de junio. Los préstamos de las IFM al sector privado crecieron a una tasa interanual del 8,2% en julio, desde el 8% de junio (véanse las secciones 2.6 y 2.7 para conocer la evolución por sectores de los préstamos al sector privado). En los últimos años, el crecimiento de los préstamos de las IFM puede haber subestimado la trayectoria del total de préstamos al sector privado, debido a la creciente importancia de la titulización de préstamos (véase el recuadro 1, titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro»).

La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas cayó hasta el 2,1% en el segundo trimestre del 2005, desde el 3,4% del trimestre anterior. Esta moderación fue atribuible, principalmente, a una disminución del crecimiento interanual de los préstamos al sector público, que conti-

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

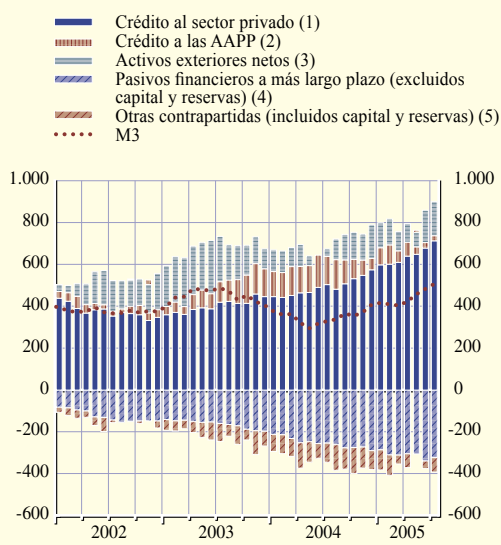
(tasas de variación de seis meses anualizadas; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 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.

nuó con la tendencia a la baja observada desde el último trimestre del 2004. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las adquisiciones de valores públicos por parte de las IFM también se moderó ligeramente.

Entre las contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se intensificó de nuevo en el segundo trimestre del 2005, continuando con la tendencia observada desde el 2003 (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de los citados pasivos financieros mantenidos por el sector tenedor de dinero se situó en el 9,8% en julio, desde el 9,6% del segundo trimestre y el 9,5% del primer trimestre del 2005. La intensa demanda de estos instrumentos a más largo plazo por parte de los inversores de la zona del euro proporciona evidencia de una inclinación a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo, al tiempo que la trayectoria observada apunta a una posible estabilización en los últimos meses.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM volvieron a elevarse ligeramente en julio, situándose en 163 mm de euros, retornando con ello a los niveles observados a comienzos del 2005 (véase gráfico 7). Los actuales flujos de entrada positivos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, junto con la información procedente de la presentación monetaria de los datos de la balanza de pagos, apuntan a que el sector tenedor de dinero de la zona del euro continuó siendo reticente a invertir en activos exteriores, lo que ha sido un impedimento para que los anteriores desplazamientos de cartera continúen cambiando de signo.

En síntesis, la evolución de las contrapartidas de M3 en el primer semestre del 2005 fue, en general, acorde con tendencias anteriores. La evolución del crédito al sector privado se ha intensificado de nuevo, favorecida por los reducidos tipos de interés, y siguió impulsando el crecimiento monetario. Al mismo tiempo, el sector tenedor de dinero adquirió activos de mayor riesgo y a más largo plazo. No obstante, el efecto moderador de esta trayectoria en el crecimiento de M3, a igualdad de otros factores, no fue suficiente para compensar el efecto positivo del fuerte crecimiento del crédito.

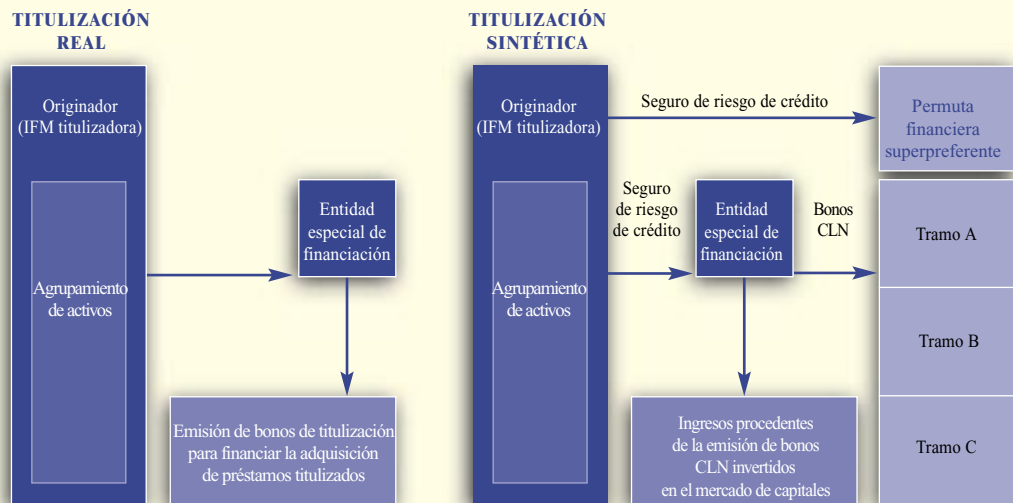
Recuadro I

EL IMPACTO DE LA TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS OTORGADOS POR LAS IFM EN EL ANÁLISIS MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos años se ha observado una fuerte expansión de la titulización de préstamos por parte de las IFM¹. En la medida en que la titulización implica la transferencia de los préstamos desde el balance de las IFM, ésta abre una brecha entre la tasa de crecimiento efectiva de los préstamos totales al sector privado y la derivada del balance de las IFM. En general, la titulización de los préstamos concedidos por las IFM supone el uso de entidades jurídicas independientes clasificadas como entidades especiales de financiación y pertenecientes al sector «otros intermediarios financieros». Las últimas estimaciones disponibles sugieren que, a finales del 2003, las entidades especiales de financiación representaban aproximadamente el 7% del total de activos de los otros intermediarios financieros, constituyendo un componente en rápido crecimiento. En este contexto, en este recuadro se examinan las principales cuestiones conceptuales y se comenta el impacto que tiene este proceso en el análisis monetario.

1 En la publicación titulada «Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management», BCE, mayo del 2004, puede encontrarse una descripción detallada de los instrumentos y de las prácticas de gestión de riesgos de las IFM. Además, en el recuadro titulado «Titulización y actividad de las entidades especiales de financiación», en el Boletín Mensual de octubre del 2003, hay más información sobre la actividad de las entidades especiales de financiación que participan en el proceso de titulización de los préstamos.

Gráfico A Estructura básica de la titulización real y de la titulización sintética



Fuentes: Deutsche Bundesbank y BCE.

Notas: **Titulización real:** la IFM titulizadora vende los préstamos titulizados a la entidad especial de financiación. Esta emite bonos de titulización de activos para financiar la compra.

Titulización sintética: con la ayuda de los derivados de crédito, la IFM titulizadora transfiere los riesgos de crédito a una entidad especial de financiación. Esta emite bonos de titulización CLN en tramos individuales (A, B, C), que compra el inversor, que es quien asume los riesgos de crédito. Los tramos se califican según su riesgo de crédito. La entidad especial de financiación invierte los ingresos en el mercado de capitales. Si el valor nominal de la cartera subyacente de la IFM supera el valor nominal del bono CLN, la IFM puede transferir entonces el riesgo residual a otros participantes en el mercado sin que participe en ello la entidad especial de financiación. Este seguro de riesgo de crédito suele denominarse permuta financiera de calificación elevada o superpreferente, pues habitualmente tiene el riesgo de crédito más bajo.

Cuestiones conceptuales

El término «titulización de préstamos» se refiere al proceso por el cual activos no negociables, como los préstamos hipotecarios y los préstamos a empresas, se agrupan y se transforman en valores negociables que pueden ser vendidos a los inversores. Hay dos tipos principales de titulización de préstamos: la titulización fuera de balance o real y la titulización sintética. Mientras que la titulización real supone la transferencia de préstamos desde el balance de las IFM, en la titulización sintética sólo se transfiere el riesgo de crédito asociado, permaneciendo los préstamos en el balance del originador.

La titulización de los préstamos concedidos por las IFM supone, habitualmente, el uso de una entidad especial de financiación como contrapartida de la operación. En el caso de la titulización real, esta entidad especial financia la adquisición de préstamos titulizados mediante la emisión de bonos de titulización de activos, cuyo pago de intereses y amortización es financiado por los flujos financieros generados por los préstamos titulizados. Debido a la diversificación del riesgo subyacente, estos valores representan, en general, un menor nivel de riesgo que los préstamos titulizados originales. La titulización sintética tiene, por el contrario, una estructura básica más compleja. Supone el empleo de derivados de crédito que transfieren el riesgo a las entidades especiales de financiación y, por último, a los inversores, mediante la emisión de bonos de titulización con vínculos crediticios (en lo sucesivo denominados bonos CLN), mientras que los propios préstamos permanecen en el balance de las IFM (véase el gráfico A para ilustrar este proceso).

A la vista de estas características, es probable que la titulización de préstamos modifique el papel dominante que han venido desempeñando las IFM de la zona del euro en la concesión de préstamos

a las sociedades no financieras y a los hogares. Por una parte, la titulización de préstamos incorpora a nuevos agentes a los mercados de crédito —y puede ampliar, así, la posibilidad de financiación de las empresas y los hogares— al igual que ocurre con otras formas de innovación financiera). Por otra, puede que sea más difícil determinar el tenedor último del riesgo de crédito en el sistema financiero².

El impacto de la titulización en el análisis monetario

La titulización de préstamos puede afectar al análisis monetario de diversas maneras. En primer lugar, la titulización real de préstamos reduce el volumen de los préstamos concedidos por las IFM (en términos de saldos y de flujos), mientras que, al mismo tiempo, aumenta el de los préstamos otorgados por las entidades especiales de financiación (y, por lo tanto, el de los préstamos del sector «otros intermediarios financieros»). En consecuencia, los préstamos, tal y como se calculan en el balance de las IFM, implican una infravaloración del total de préstamos al sector privado, distorsionando posiblemente con ello el análisis de la dinámica del crédito. En segundo lugar, como resultado de la titulización sintética de préstamos, es posible que los otros intermediarios financieros sean cada vez más importantes como sector tenedor de dinero si los fondos obtenidos mediante la venta de bonos CLN se colocan —al menos temporalmente— en depósitos a corto plazo. Esto puede tener consecuencias para el análisis de los componentes de M3, pues la estructura de la demanda de dinero de los otros intermediarios financieros en los distintos instrumentos financieros puede diferir de la de las sociedades no financieras y de los hogares. Además, la volatilidad de los depósitos de los otros intermediarios financieros puede aumentar y, por lo tanto, hacer más imprecisa la extracción de señales del análisis monetario mensual. En tercer lugar, como la titulización se suele ejecutar a través de centros financieros extraterritoriales, también afecta a los activos y pasivos exteriores de los otros intermediarios financieros. Por último, cabe la posibilidad de que la titulización de préstamos (tanto sintética como real) tenga un efecto positivo tanto en la demanda como en la oferta de crédito al sector privado al aumentar la población de posibles prestamistas al sector privado y reducir los costes de endeudamiento³.

En los últimos años, la titulización real de préstamos ha pasado a ser más importante en la zona del euro, en parte como respuesta al reducido nivel de los tipos de interés vigentes y al fuerte crecimiento de los préstamos al sector privado; el aspecto más sobresaliente es que el volumen de tales operaciones se han duplicado, aproximadamente, en los últimos tres años, alcanzando los 25 mm de euros en el 2004⁴. La importancia de la titulización de préstamos puede observarse también en las estadísticas relativas a la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras, que incluyen casi exclusivamente valores distintos de acciones emitidos por los otros intermediarios financieros. En mayo del 2005, el saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras suponía en torno al 8% del saldo total de valores distintos de acciones y el 15% de la emisión de valores distintos de acciones. Estos porcentajes son superiores

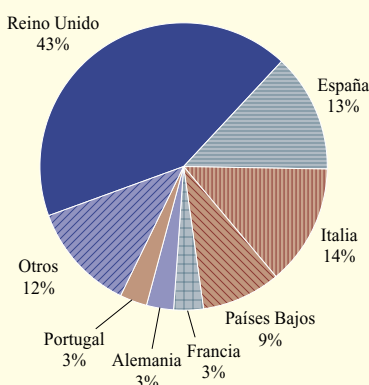
2 Para un debate sobre los posibles efectos de la titulización de préstamos en la estabilidad financiera, véase el documento titulado «Has the European collateralised debt obligations market matured?», en la edición de junio del 2005 de la Financial Stability Review del BCE.

3 Las IFM podrían obtener diversos beneficios en términos de costes al titular parte de su cartera de préstamos; por ejemplo, podrían vender préstamos titulizados para mejorar la solvencia. Algunas IFM emplean la titulización de préstamos para obtener activos de garantía que pueden utilizarse en las operaciones de financiación semanales del SEBC. Para una panorámica completa de los motivos que determinan la titulización de préstamos y los diferentes tipos de titulización, véase el artículo titulado «Growing importance of securitisation and special purpose vehicles», en el Boletín Estadístico de diciembre del 2003 del De Nederlandsche Bank.

4 Para obtener información sobre la expansión de la actividad emisora de las entidades especiales de financiación, véase el recuadro citado en la nota 1 y el recuadro titulado «Credit derivatives markets continue to grow rapidly» en la edición de diciembre del 2004 de la Financial Stability Review del BCE.

Gráfico B Titulización en Europa: porcentaje por países

(2004; porcentaje por países del activo titulado)

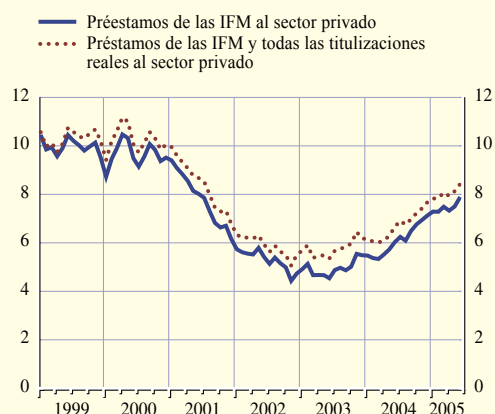


Fuentes: Dealogic Bondware, Thomson Financial Securities Data (EFS Securitisation Data Report, invierno del 2005).

Nota: «Otros» incluye Austria, Bélgica, Grecia, Irlanda, Letonia, Luxemburgo, Polonia, República Checa, Rusia, Suecia, Suiza, Turquía, Ucrania y «multinacional» (es decir, cuando los activos titulados proceden de varios países).

Gráfico C Impacto de las titulaciones reales sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

a las proporciones correspondientes de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. Con respecto a la situación en los distintos países, en varios de ellos —por ejemplo, España, Italia y los Países Bajos— se ha registrado un volumen considerable de titulaciones reales en el 2004 (véase gráfico B)⁵. Sin embargo, el nivel de titulización de préstamos en la zona del euro sigue siendo relativamente bajo en comparación con el Reino Unido, que continúa siendo el líder en términos de volúmenes titulizados, que representan casi la mitad de la titulización realizada en Europa.

Estimaciones preliminares sugieren que, en la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado infravalora la tasa de crecimiento interanual total de los préstamos al sector privado (originados en las IFM) en, aproximadamente, 0,5 punto porcentuales (véase gráfico C), lo que está en consonancia con el análisis de la financiación de los hogares que figura en la sección 2.7 de la «Evolución monetaria y financiera» del presente Boletín. Conviene observar, sin embargo, que las estimaciones disponibles actualmente sobre la titulización real tienen una incertidumbre considerable y deberían, por lo tanto, ser solamente indicativas.

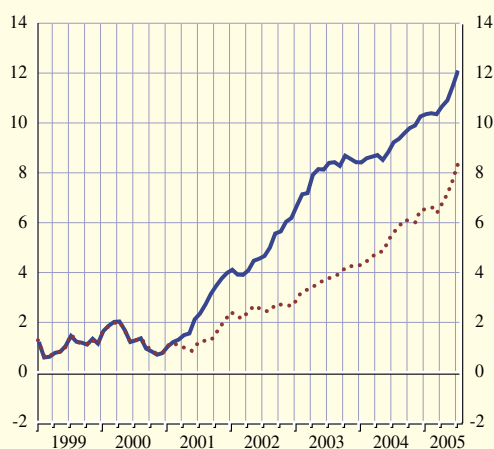
En resumen, aunque aún relativamente reducida, la titulización de los préstamos por parte de las IFM parece estar adquiriendo importancia y afectará cada vez más al análisis monetario basado en datos de IFM. A este respecto, será preciso seguir de cerca los distintos aspectos de la titulización. Ello conllevará, también, la necesidad de mejoras de carácter estadístico en los datos sobre la titulización en la zona del euro, tanto por parte de las IFM como de las entidades especiales de financiación.

5 Para la evolución reciente por países, véanse, por ejemplo, los artículos «Special Purpose Vehicles: einde aan de groei?» en el Boletín Estadístico de junio del 2005 del De Nederlandsche Bank y «Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability», en el Informe Mensual de abril del 2004 del Deutsche Bundesbank.

Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

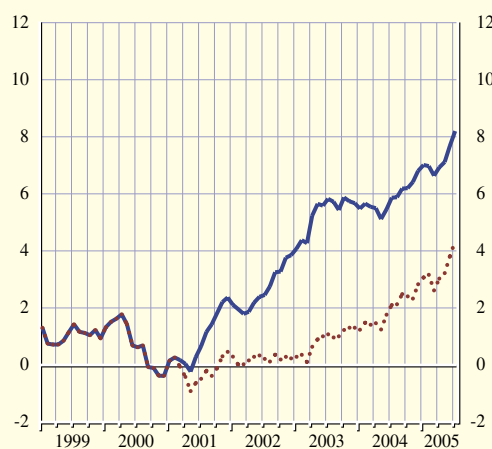
1) La medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

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

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

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

La persistente e intensa expansión de M3 a mediados del 2005 condujo a un nuevo incremento de las brechas monetarias nominal y real, que constituyen estimaciones de la situación general de liquidez.

Tanto la brecha monetaria nominal calculada a partir de la serie de M3 oficial como la construida a partir de la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, aumentaron de nuevo en julio del 2005. No obstante, las dos brechas permanecieron en niveles muy diferentes, y la brecha monetaria calculada a partir de la serie de M3 corregida fue considerablemente más baja (véase gráfico 8). La persistente aunque relativamente estable diferencia entre las dos medidas en los últimos trimestres confirman la valoración de que, si bien los anteriores desplazamientos de cartera no han cambiado de signo, la distribución de las nuevas inversiones del sector tenedor de dinero ha retornado a pautas más normales.

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta el hecho de que parte de la liquidez acumulada ha sido absorbida por precios más elevados, reflejando desviaciones al alza de las tasas de inflación con respecto al objetivo de estabilidad de precios del BCE. Las brechas monetarias reales calculadas a partir de la serie de M3 oficial y la medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera son inferiores a las respectivas medidas de la brecha monetaria nominal (véanse gráficos 8 y 9).

No obstante, estas medidas mecánicas únicamente son estimaciones imperfectas de la situación de liquidez. Dado que, hasta cierto punto, la elección del período base es arbitraria, los niveles de estas medidas están sujetos a considerable incertidumbre y, por ello, deben interpretarse con cautela. Esta incertidumbre queda bien ilustrada por la amplia gama de estimaciones obtenidas a partir de las cuatro medidas analizadas anteriormente. Sin embargo, a pesar de la incertidumbre que caracteriza a las estimaciones, la imagen general que ofrecen estas medidas apunta a una situación de liquidez holgada en la zona del euro. Desde una perspectiva de medio a largo plazo, una situación de holgura en la liquidez plantea riesgos para la estabilidad de precios, sobre todo si las tenencias de liquidez se transformaran en dinero para transacciones en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica. Además, el intenso crecimiento monetario y del crédito, en un entorno de abundancia de liquidez, conlleva la necesidad de realizar un seguimiento de la evolución del precio de los activos y de sus posibles consecuencias.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el primer trimestre del 2005, el último para el que se dispone de datos, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero se mantuvo, en general, estable. Esto ocultó un nuevo fortalecimiento del crecimiento de la inversión en valores distintos de acciones a largo plazo y un nuevo descenso del crecimiento de la inversión en fondos del mercado monetario, una trayectoria acorde con la progresiva normalización del comportamiento en la asignación de carteras observada a principios de este año.

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

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	
Inversión financiera	100	4,4	4,6	5,0	4,8	4,5	4,9	4,8	4,7	4,8	
Efectivo y depósitos	37	6,2	6,7	6,7	5,8	5,5	5,5	5,8	6,3	6,1	
Valores distintos de acciones	12	0,0	-2,3	-1,8	-1,2	-1,0	3,0	3,3	2,3	4,1	
De los cuales: a corto plazo	1	-4,9	-10,9	-7,4	-2,5	1,4	20,8	18,8	5,0	5,5	
De los cuales: a largo plazo	11	0,6	-1,3	-1,1	-1,1	-1,2	1,1	1,7	2,0	3,9	
Participaciones en fondos de inversión	12	5,5	7,0	7,2	7,1	5,1	2,9	1,8	1,1	1,0	
De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9	4,3	5,7	6,7	6,8	5,8	3,2	2,1	1,6	1,9	
De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	2	12,0	13,6	9,3	8,5	2,8	1,7	0,5	-0,8	-2,3	
Acciones cotizadas	14	0,2	0,6	1,6	1,3	2,1	4,0	3,3	1,9	1,6	
Reservas técnicas de seguro	26	6,3	6,4	6,6	6,9	6,6	6,3	6,2	6,5	6,6	
M3 ²⁾		8,2	8,6	7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6	6,5	
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-16,9	-6,4	1,8	4,7	8,2	3,8	3,5	2,5	3,0	

Fuente: BCE.

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

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

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

SECTOR NO FINANCIERO

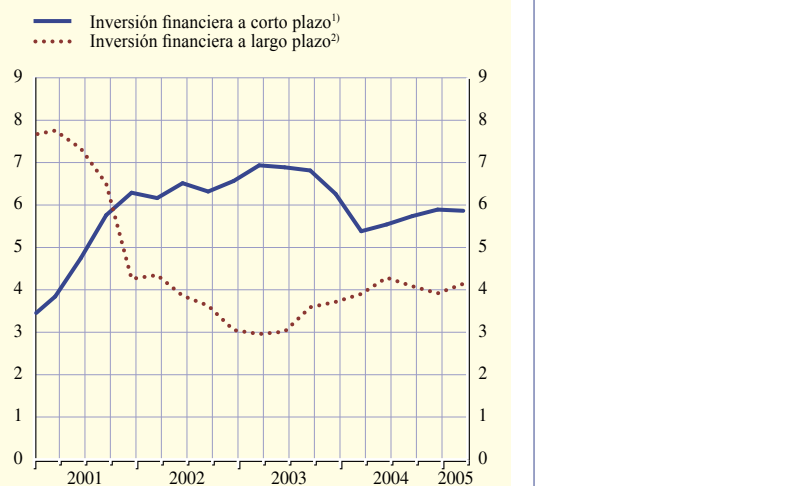
En el primer trimestre del 2005, el más reciente para el que se dispone de datos, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector no financiero se situó en el 4,8%, prácticamente sin variaciones con respecto al 4,7% registrado en el último trimestre del 2004 (véase cuadro 2). Esta evolución es consecuencia de un moderado aumento de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a largo plazo, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo prácticamente no se modificó (véase gráfico 10). Estos movimientos opuestos son acordes con la normalización progresiva del comportamiento en la asignación de carteras registrada a principios del 2005. El repunte de la tasa de crecimiento interanual de la inversión a largo plazo se debió, principalmente, al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas cayó ligeramente, lo que apunta a que los inversores continuaron siendo reacios a invertir más en activos de mayor riesgo. En cuanto a la inversión financiera a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo que obran en poder de los hogares y de las sociedades no financieras se mantuvo estable, en general, si bien la tasa de crecimiento interanual de la inversión en fondos del mercado monetario disminuyó de nuevo, hasta el -2,3%, desde el -0,8% del cuarto trimestre del 2004.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión fue del 10,5% en el primer trimestre del 2005, sin variaciones con respecto al último trimestre del 2004. El aumento del valor de los activos totales fue prácticamente generalizado en todas las categorías de fondos de inversión. Con todo, las variaciones en el valor del saldo de los activos totales incluyen los efectos de valoración causados por las modificaciones del precio de los activos y, por consiguiente, es posible que únicamente aporten información incompleta sobre el comportamiento de la inversión. Los datos facilitados por la Federación europea de fondos y sociedades de inversión (EFAMA, en sus siglas en inglés)² para el primer trimestre del 2005 muestran que las ventas anuales netas de los fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) aumentaron en el primer trimestre del 2005, en comparación con el último trimestre del 2004, ya que la demanda de fondos de renta fija se intensificó de nuevo y compensó el actual descenso de los flujos netos anuales de entrada en los fondos de renta variable (véase gráfico 11). Al mismo tiempo, los flujos netos anuales de entrada en fondos del mercado monetario volvieron a descender. En conjunto, esta evolución confirma la opinión de que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras continuó a principios del 2005.

Gráfico 10 Inversión financiera del sector no financiero

(tasas de variación interanual)



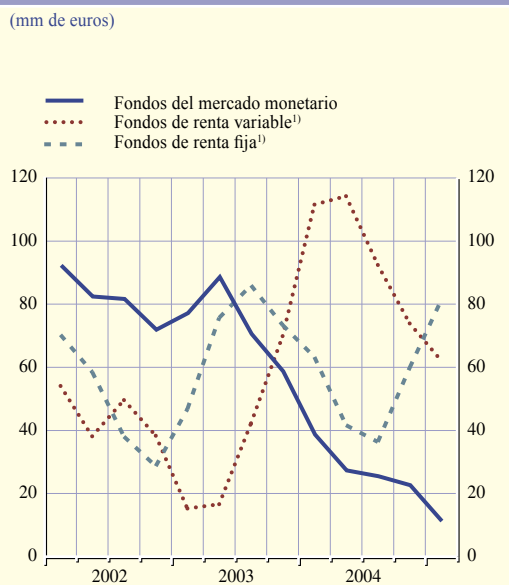
Fuente: BCE.

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

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

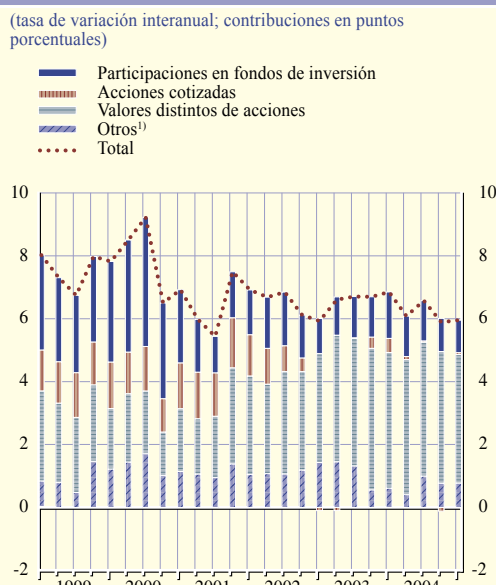
² La EFAMA proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

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



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

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



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

La evolución de los flujos netos anuales de entrada oculta el hecho de que las ventas netas de los fondos de inversión fueron muy elevadas en el primer trimestre del 2005, debido a que las ventas netas de fondos de renta variable aumentaron de nuevo y a que los fondos de renta fija registraron las entradas más intensas desde principios del 2001.

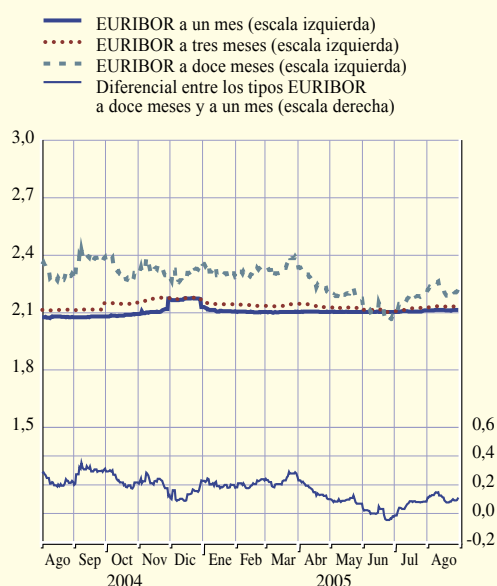
La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro prácticamente no registró variaciones, y fue del 6% en el primer trimestre del 2005, en comparación con el 5,9% del trimestre anterior (véase gráfico 12). Esta trayectoria oculta un leve descenso de la inversión en valores distintos de acciones durante este trimestre, que, no obstante, siguió creciendo con intensidad, a una tasa interanual del 10%. Al mismo tiempo, aunque la rentabilidad de los valores de renta variable mejoró a principios del 2005, las empresas de seguros y los fondos de pensiones continuaron actuando con cautela en cuanto a la inversión en este tipo de valores: el crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas volvió a ser positivo, pero se mantuvo contenido. Las mejoras en la valoración de las tenencias totales de valores prácticamente no se modificaron en el primer trimestre del 2005 con respecto al último trimestre del 2004.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

A finales de agosto, los tipos de interés del mercado monetario a largo plazo se situaban en niveles ligeramente por encima de los observados a comienzos de junio. Dado que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron, en general, estables, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación en los tres últimos meses.

Gráfico 13 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

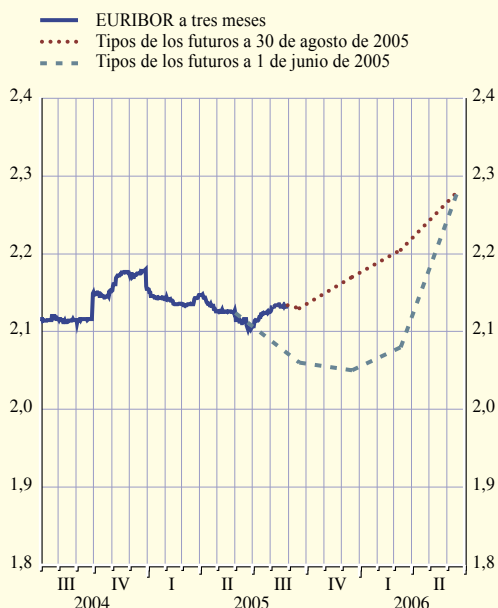
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

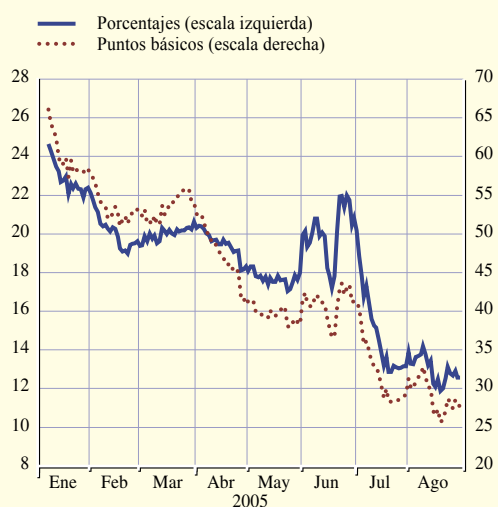
Tras el descenso observado en junio del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a largo plazo se elevaron entre julio y mediados de agosto, y a finales de mes registraron una caída, retornando con ello a los niveles de mediados de julio. En cambio, los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario se han mantenido estables, en general, en los tres últimos meses. De este modo, desde comienzos de junio, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario ha aumentado ligeramente su inclinación. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó desde 4 puntos básicos, el 1 de junio, hasta 10 puntos básicos el 31 de agosto (véase gráfico 13).

Desde comienzos de junio, los participantes en el mercado han revisado al alza sus expectativas en lo que respecta a la evolución de los tipos de interés a corto plazo para el resto de este año y principios del año que viene. Con todo, en general, los mercados siguen sin esperar una subida de los tipos de interés a corto plazo antes del segundo trimestre del 2006, como queda reflejado en la evolución de los futuros del EURIBOR a tres meses. Los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2005 y marzo y junio del 2006 se situaron en el 2,16%, el 2,18% y el 2,25% respectivamente, el 31 de agosto, esto es 14 puntos básicos (en los dos primeros casos) y 11 puntos básicos por encima de los niveles de principios de junio (véase gráfico 14).

Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses descendieron entre julio y agosto, tras haber alcanzado niveles más elevados en junio. A finales de agosto, las volatilidades implícitas se situaban en niveles bajos en términos históricos (véase gráfico 15). Esto indica que la incertidumbre de los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente reducida.

Gráfico 15 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2006

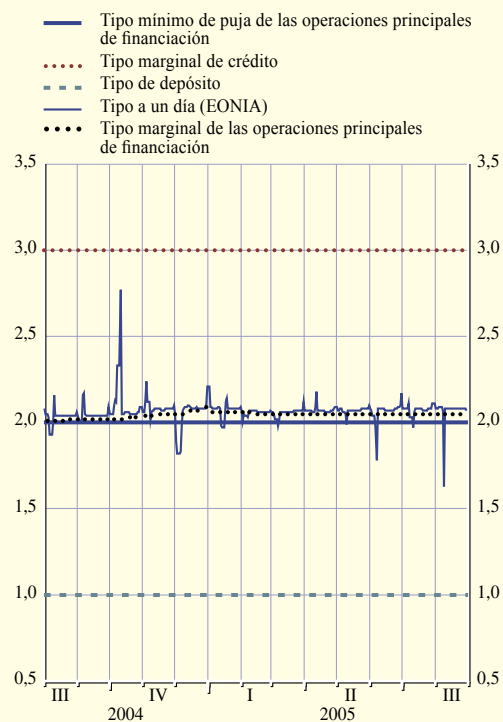
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Durante la mayor parte del período transcurrido entre el 1 de junio y el 31 de agosto de 2005, los tipos de interés del mercado monetario permanecieron relativamente estables (véase gráfico 16). Durante gran parte de este período, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron en el 2,05%. El EONIA se mantuvo estable, en el 2,08-2,09%, durante la mayor parte de los tres últimos meses, con algunas excepciones resultantes de los habituales efectos de fin de mes y de fin de semestre, y de los máximos que suelen registrarse al final de los períodos de mantenimiento. El último día de los períodos de mantenimiento de los tres últimos meses, el EONIA se situó por debajo del 2%, como consecuencia de la holgura en la situación de liquidez (véase recuadro 2).

En las dos operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 30 de junio y el 28 de julio, los tipos de interés marginales se situaban 5 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esas fechas.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 11 DE MAYO Y EL 9 DE AGOSTO DE 2005

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de junio, el 12 de julio y el 9 de agosto de 2005.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito volvieron a aumentar durante el período analizado, principalmente como consecuencia del incremento de los billetes en circulación (véase gráfico A). Los billetes, que son el «factor autónomo» más importante (es decir, un factor que generalmente no se deriva del uso de instrumentos de política monetaria), alcanzaron un máximo histórico de 537,5 mm de euros el 5 de agosto. En promedio, la contribución de los factores al déficit de liquidez del Eurosistema en el período de referencia fue de 235,7 mm de euros. Las exigencias de reservas, otro de los principales motivos por los que las entidades de crédito necesitan liquidez, se elevaron hasta 147 mm de euros. La media diaria del exceso de reservas (es decir, la media diaria de los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) se situó en un nivel relativamente elevado en el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de junio (0,86 mm de euros), pero se redujo hasta 0,70 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 12 de julio y descendió hasta 0,63 mm de euros en el período que finalizó el 9 de agosto (véase gráfico B). El elevado importe observado en el período que finalizó el 7 de junio fue consecuencia, en cierta medida, del exceso de reservas relativamente pronunciado que se concentró en torno a los días festivos.

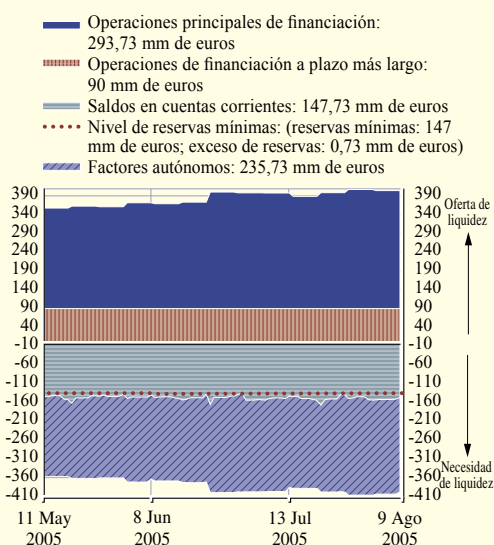
Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen de las operaciones de mercado abierto se elevó en consonancia con la creciente demanda de liquidez (véase gráfico A). El importe adjudicado en la operación principal de financiación (OPF) liquidada el 27 de julio fue de 317 mm de euros, el más elevado desde la introducción de la moneda única. No obstante, la proporción entre las pujas presentadas por las entidades de contrapartida y las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) ascendió hasta un nivel de alrededor de 1,28, en promedio, durante el período analizado.

En los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, el BCE adjudicó el importe de referencia en todas las OPF. Las diferencias entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado en todas las subastas semanales fue de cero o de un punto básico, y el tipo marginal se situó en el 2,05%.

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

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



Fuente: BCE.

En general, el EONIA permaneció bastante estable durante la mayor parte del período analizado, manteniéndose el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja en un nivel de 7-8 puntos básicos la mayoría de los días (véase gráfico C). Como es habitual, el EONIA aumentó a finales de mes y también mostró una mayor volatilidad al final de los períodos de mantenimiento.

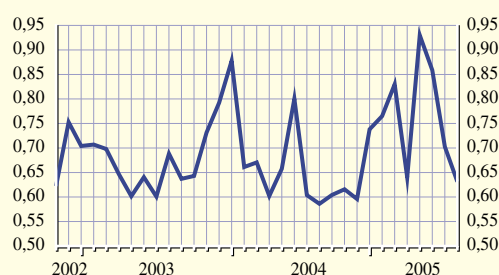
Tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 7 de junio, el EONIA descendió inicialmente hasta niveles ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja del 2% el penúltimo día del período, ya que los participantes en el mercado consideraban que la situación de liquidez era holgada. El 7 de junio, último día del período de mantenimiento, el BCE realizó una operación de ajuste para absorber un superávit de liquidez esperado de 7,5 mm de euros. No obstante, como las entidades de contrapartida ofrecieron menos liquidez de la prevista en la operación, solo se absorbieron 3,7 mm de euros del mercado. El período finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 3,5 mm de euros y el EONIA descendió hasta el 1,78%.

En el período de mantenimiento siguiente, la situación de liquidez también se hizo más holgada tras la adjudicación de la última OPF el 5 de julio. El EONIA descendió hasta el 2,03% el 8 de julio y hasta el 1,97% (es decir, ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja) el 11 de julio. El 12 de julio, último día del período de mantenimiento, las previsiones actualizadas del Eurosistema indicaban que se esperaba un superávit de liquidez de 10 mm de euros. Se realizó una operación de ajuste que absorbió 9,6 mm de euros. El recurso neto a la facilidad de depósito el último día del período de mantenimiento ascendió a 1,4 mm de euros, y el EONIA se situó en el 2,06%.

En los días siguientes a la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 9 de agosto, el EONIA se mantuvo estable en torno al 2,08%, a pesar de que la situación de liquidez era cada vez más holgada. El 9 de agosto, el BCE anunció una operación de ajuste para absorber liquidez por importe de 6,5 mm de euros. Sin embargo, sólo se absorbieron 0,5 mm de euros. Al final del día, el recurso neto a la facilidad de depósito ascendía a un total de 5,4 mm de euros, y el EONIA se situaba en el 1,63%.

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

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

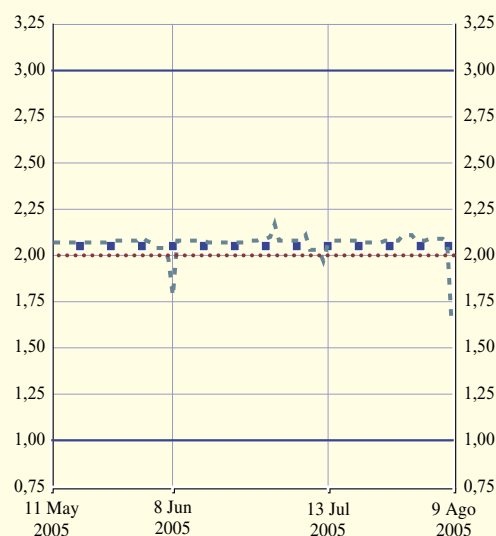


Fuente: BCE.
1) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)

— Tipo marginal OPF
- - - Tipo mínimo de puja OPF
- - - EONIA
— Corredor establecido por los tipos de interés aplicados a las facilidades marginal de crédito y de depósito



Fuente: BCE.

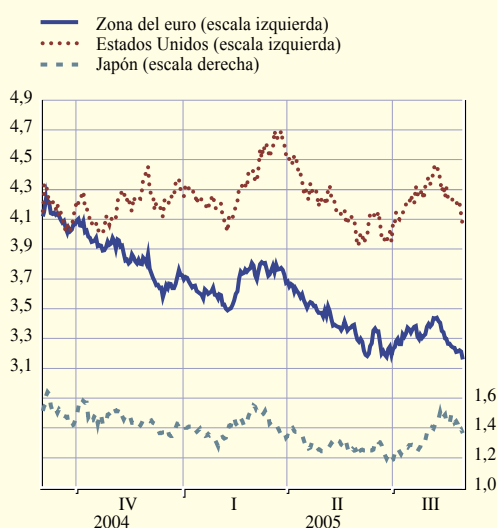
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, los tipos de interés a largo plazo experimentaron marcadas fluctuaciones en los principales mercados de renta fija. En particular, la tendencia al alza observada desde finales de mayo se invirtió a partir de mediados de agosto, debido, con toda probabilidad, a la preocupación de los inversores respecto a la incidencia de la evolución de los precios del petróleo en la actividad económica. En general, entre finales de mayo y finales de agosto el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyó de forma significativa, como consecuencia, casi enteramente, del descenso de los tipos de interés reales a largo plazo. Las tasas de inflación implícita a largo plazo apenas registraron variaciones en todos los plazos. Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios a finales de agosto, en comparación con finales de mayo. En los principales mercados de renta fija, la volatilidad, obtenida de los precios de las opciones, fue reducida.

En los tres últimos meses, la evolución de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos presentó dos fases distintas (véase gráfico 17). Al inicio del período considerado, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó ligeramente, tras la publicación de datos macroeconómicos más favorables, especialmente para los Estados Unidos. Sin embargo, en las últimas semanas el rendimiento de la deuda pública disminuyó, como consecuencia de la preocupación de los inversores por los posibles efectos de los recientes aumentos de los precios del petróleo sobre la activi-

Gráfico 17 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

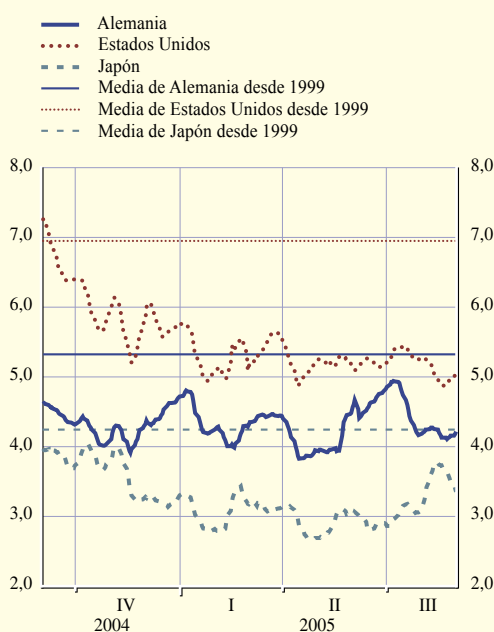


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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



Fuente: Bloomberg.

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

dad económica mundial. Como resultado de estos recientes descensos, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se redujo en unos 20 puntos básicos entre finales de mayo y el 31 de agosto, fecha en la que se situó en torno al 3,2%. Por el contrario, en esa misma fecha el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años se situó en el 4,1%, tras mantenerse prácticamente sin cambios durante el mismo período. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió durante el período analizado, situándose alrededor de 90 puntos básicos el 31 de agosto. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó en cerca de 10 puntos básicos entre finales de mayo y el 31 de agosto, fecha en la que se situó en torno al 1,4%. Este ascenso parece ser reflejo, principalmente, de unas mejores perspectivas económicas para el país.

Pese a las recientes fluctuaciones de los tipos de interés a largo plazo, la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, se mantuvo en un nivel relativamente reducido en los principales mercados (véase gráfico 18).

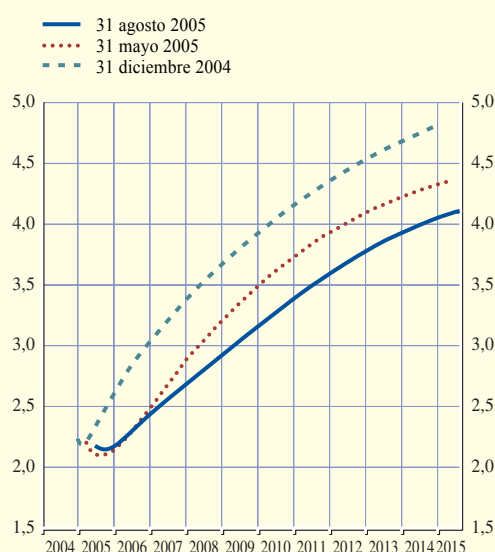
En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo repuntó gradualmente, tras haber alcanzado niveles bastante bajos, inferiores al 4%, a finales de mayo. La publicación de datos macroeconómicos favorables hacia finales del segundo trimestre tranquilizó a los inversores, al ver que la actividad económica estaba cobrando impulso, y el rendimiento de los bonos a largo plazo inició una tendencia al alza, que se mantuvo durante la mayor parte del período examinado. Sin embargo, desde mediados de agosto el rendimiento de estos bonos ha ido bajando, ante la renovada inquietud de los inversores por los efectos de la subida de los precios del petróleo sobre la inflación y la actividad económica, con la consiguiente inversión de la anterior tendencia al alza. En el contexto de las medidas restrictivas aplicadas por la Reserva Federal, que elevó dos veces el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, el 30 de junio y el 9 de agosto, la curva de rendimientos volvió a aplanarse y, a finales del período considerado, el diferencial entre los rendimientos a diez años y a dos años alcanzó nuevos mínimos en el año.

En consonancia con esta situación, en la que el principal determinante del rendimiento de los bonos fue el cambio en la percepción de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de actividad económica en los Estados Unidos, las acusadas fluctuaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo fueron acompañadas, durante el período de referencia, por movimientos similares en el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo, reflejadas por las correspondientes tasas de inflación implícita, permanecieron contenidas, pese a la notable subida del IPRI y del IPC, registrada a finales del período analizado, y a las declaraciones de la Reserva Federal en relación con el incremento de las presiones inflacionistas, que se tradujeron en tasas de inflación implícita a corto plazo ligeramente más altas.

En la zona del euro, la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo fue reflejo de la observada en el mercado estadounidense. Desde comienzos de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro mostró una gradual tendencia al alza, determinada, con toda probabilidad, por la mejora de los datos macroeconómicos de Estados Unidos y, a partir de julio, por los datos más favorables recogidos en la mayoría de las encuestas de la zona del euro. Sin embargo, en las últimas semanas pareció aumentar la preocupación de los inversores por la evolución de los precios del petróleo, hasta el punto de que prevalecieron sobre las noticias positivas relativas a la actividad económica de la zona del euro. Así pues, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona se redujo, en paralelo con lo ocurrido en Estados Unidos. Durante el período considerado, la curva de tipos *forward* implícitos a un día se aplanó ligeramente en los plazos medios y largos (véase gráfico 19).

Gráfico 19 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

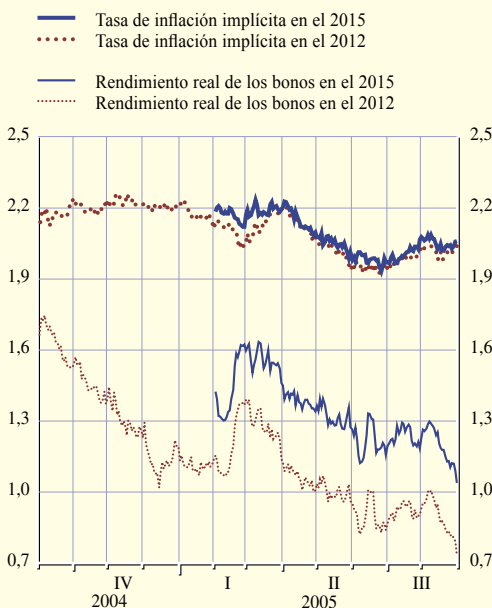


Fuente: Estimación del BCE.

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

Gráfico 20 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; excluidas comisiones; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

El descenso generalizado del rendimiento de los bonos nominales a largo plazo de la zona del euro se explica, casi enteramente, por el recorte de los tipos de interés reales a largo plazo (véase gráfico 20), lo que sugiere que aumentó ligeramente la preocupación de los participantes en el mercado en relación con las perspectivas de crecimiento de la zona. El rendimiento de los bonos indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, bajó unos 20 puntos básicos con respecto a finales mayo, situándose en torno al 1%.

Al comienzo del período analizado, la tasa de inflación implícita a largo plazo, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, cayó por breve tiempo por debajo del 2%, cota que no se registraba desde mediados del 2003. Sin embargo, desde principios de julio esta tasa se ha mantenido por encima de este nivel, situándose, el 31 de agosto, en el 2%, prácticamente sin cambios en relación con finales de mayo (véase gráfico 20). Esta evolución, junto con el hecho de que las tasas de inflación implícita a corto plazo fluctuaron en torno al 2% durante la mayor parte del período considerado, sugiere que la preocupación de los participantes en el mercado respecto a los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro siguió siendo moderada, pese a la subida de los precios del petróleo y a la inflación observada en los últimos meses.

Los datos proporcionados en esta sección se refieren a la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, cabe tener en cuenta que estas cifras son el resultado de la agregación del rendimiento de la deuda pública de cada uno de los países de la zona, que puede verse influido por factores muy distintos. En el recuadro 3, que figura a continuación, se analiza la evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro.

Recuadro 3

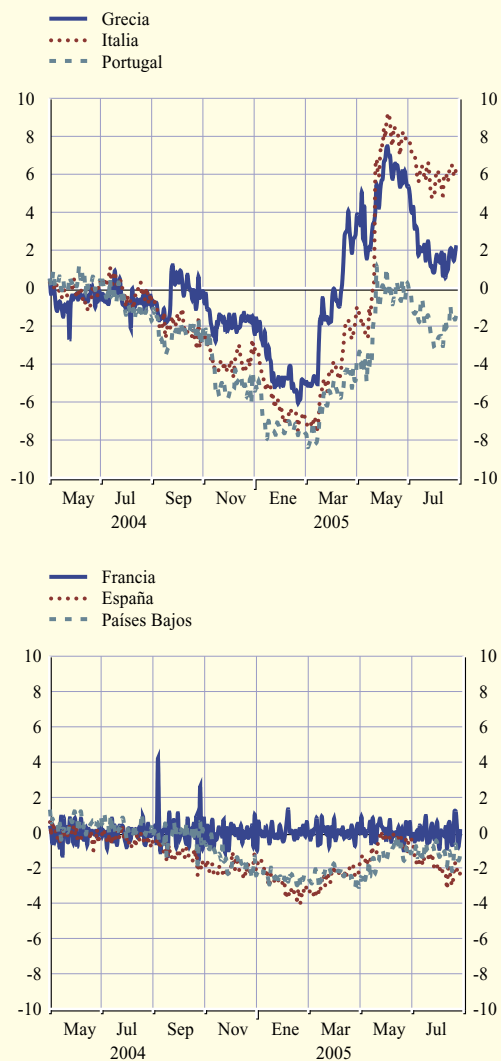
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS DIFERENCIALES ENTRE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Desde la introducción del euro, en enero de 1999, y la consiguiente eliminación del riesgo de tipo de cambio, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro se han mantenido relativamente reducidos. No obstante, todavía persisten algunos diferenciales entre los rendimientos, lo que indica que, en general, los inversores no consideran que la deuda pública de los países individuales de la zona del euro sean sustitutos perfectos. En particular, los inversores diferencian los bonos en términos de liquidez y, en cierta medida, en términos de riesgo de crédito. En lo que respecta a este último aspecto si, por ejemplo, los inversores empiezan a preocuparse por la situación presupuestaria de un país, los tipos de interés a largo plazo a los que se remunerar los bonos emitidos por ese país deberían aumentar con respecto a los de otros países, como consecuencia de la prima más elevada que exigen para compensar el mayor riesgo de impago por parte del emisor. Por ello, en circunstancias normales, esta prima de riesgo de crédito debería reflejar la opinión de los participantes en el mercado en cuanto a la sostenibilidad de las situaciones presupuestarias. En el 2004 y en los meses transcurridos del 2005, algunos países de la zona del euro han registrado una modificación en la calificación de su deuda pública, como resultado de la evolución de su situación presupuestaria. En este recuadro se analiza si estos cambios de calificación y los recientes acontecimientos políticos que, en opinión de los participantes en los mercados, podrían tener consecuencias para la política fiscal, han provocado modificaciones en los diferenciales entre la deuda pública a largo plazo de los países en cuestión en relación con un bono de referencia.

Hasta ahora, el rendimiento de la deuda pública alemana a diez años ha estado, en general, entre los más bajos de los países de la zona del euro, principalmente debido a su mayor liquidez y a su consiguiente status de deuda pública de referencia, pero también debido a que la preocupación acerca de la sostenibilidad de la finanzas públicas dentro del horizonte de emisión es reducida. En

Gráfico A Variaciones acumuladas en algunos diferenciales de la deuda pública con respecto a Alemania desde mayo del 2004

(en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Se trata de cambios acumulados en los diferenciales, excluidos los días en que se produjeron variaciones en el bono de referencia subyacente, dado que las modificaciones del bono de referencia suelen provocar aumentos de los diferenciales medidos.

Calificaciones crediticias de la deuda soberana de los países de la zona del euro

	Standard and Poor's		Moody's	
	May 2004	Ago 2005	May 2004	Ago 2005
Bélgica	AA+	AA+	Aa1	Aa1
Alemania	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Grecia	A+	A (Nov 2004)	A1	A1
España	AA+	AAA (Dic 2004)	Aaa	Aaa
Francia	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Irlanda	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Italia	AA	AA- (Jul 2004)	Aa2	Aa2
Países Bajos	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Austria	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Portugal	AA	AA- (Jun 2005)	Aa2	Aa2
Finlandia	AAA	AAA	Aaa	Aaa

Fuente: Bloomberg.

Nota: Las calificaciones se refieren a la deuda a largo plazo en moneda local. Los datos que figuran entre paréntesis indican la última modificación de las calificaciones.

el gráfico A se muestran las variaciones acumuladas entre los diferenciales de rendimientos frente a los bonos alemanes en algunos países entre mayo del 2004 y agosto del 2005, corregidos por las modificaciones en el instrumento subyacente de los bonos de referencia, pudiéndose realizar varias observaciones. El diferencial entre los bonos franceses y alemanes se ha mantenido muy estable durante todo ese período. En cambio, los diferenciales correspondientes a Grecia, Italia, Países Bajos, Portugal y España se redujeron hasta aproximadamente mediados de marzo del 2005 y, en general, se recuperaron posteriormente. Los países que registraron los incrementos más pronunciados de los diferenciales de rendimientos con respecto a Alemania entre marzo y agosto del 2005 fueron Grecia, Italia y Portugal. Estos países han sido los últimos en informar de crecientes desequilibrios presupuestarios y en ser sometidos a procedimientos de déficit excesivo. Los diferenciales correspondientes a Grecia, Italia y Portugal se situaron en sus niveles más elevados inmediatamente después de los referendos sobre la Constitución europea celebrados en Francia y en los Países Bajos, y desde entonces han vuelto a disminuir ligeramente. Los diferenciales entre los bonos franceses y holandeses no mostraron ninguna reacción significativa ante los resultados de los respectivos referendos.

Desde mayo del 2004, las calificaciones de la deuda soberana también se han modificado, como consecuencia de la preocupación de los inversores financieros acerca del deterioro de la situación presupuestaria en algunos países. En el cuadro se presentan las calificaciones de la deuda soberana de dos agencias de calificación crediticia, Standard & Poor's y Moody's. Según la primera agencia, la deuda soberana de ocho de los doce Estados miembros de la zona del euro está calificada como AAA, al tiempo que Bélgica tiene una calificación de AA+, Italia y Portugal AA-, y únicamente Grecia tiene una calificación A. Entre mayo del 2004 y agosto del 2005, las calificaciones de Grecia, Italia y Portugal se rebajaron, mientras que la calificación de la deuda soberana de España fue revisada al alza por Standard & Poor's. La rebaja de la calificación crediticia a largo plazo de Grecia e Italia, así como la mejora de la calificación de los bonos españoles, parece coincidir con el respectivo aumento y descenso general de los diferenciales entre los rendimientos en ese período, aunque no se percibió ninguna reacción inmediata significativa en el mercado de renta fija después de las modificaciones de calificación.

La evolución de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana (CDS, en sus siglas en inglés) proporcionan nueva evidencia de la ampliación del diferencial entre los rendimientos de la deuda pú-

blica observada recientemente (véase gráfico B)¹. Por su construcción, los diferenciales de los CDS de deuda soberana también pueden considerarse medidas del riesgo de crédito asociado a la tenencia de la deuda pública correspondiente. A los efectos específicos de este análisis, los diferenciales de los CDS de deuda soberana presentan la ventaja de no verse distorsionados por los cambios de los bonos de referencia de los países en cuestión. Los diferenciales de los CDS de los tres países mencionados anteriormente también empezaron a ampliarse en la primavera del 2005, una trayectoria acorde con el análisis realizado anteriormente sobre los diferenciales entre los rendimientos.

1 En los contratos CDS, el vendedor de protección se compromete a adquirir el bono de referencia a su valor nominal cuando se produzca un acontecimiento crediticio predeterminado. A cambio, el comprador de protección efectúa pagos periódicos al vendedor hasta la fecha de vencimiento del CDS o hasta que se registra un acontecimiento crediticio. Los pagos periódicos se calculan como un porcentaje determinado del principal del contrato subyacente. Esta cantidad a abonar, medida en términos anualizados y en puntos básicos, se denomina diferencial de CDS. En teoría, los diferenciales de los CDS deberían ser más o menos equivalentes al diferencial de rendimientos entre el bono de una entidad de referencia y un bono sin riesgo.

Gráfico B Diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana a diez años

(en puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

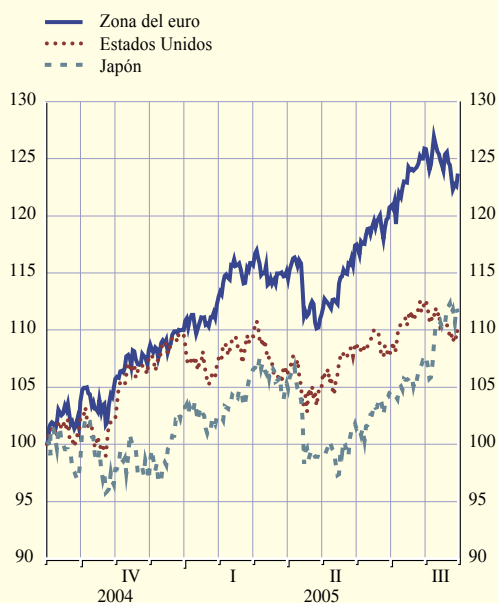
Los índices bursátiles de los principales mercados de renta variable subieron de forma generalizada en los tres últimos meses, siguiendo la tendencia al alza que se venía registrando desde mediados de agosto del 2004 y que continuó sustentándose, en gran medida, en el vigoroso crecimiento observado y esperado de los beneficios empresariales. Durante el período considerado, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Japón registraron mejores resultados que el de Estados Unidos.

Pese a experimentar un descenso en las últimas semanas, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo, en general, en los principales mercados de renta variable en los tres últimos meses (véase gráfico 21). El factor determinante de esta tendencia al alza fue la alta rentabilidad de las empresas. Las ganancias fueron notablemente más elevadas en la zona del euro que en Estados Unidos, lo que puede atribuirse, en cierta medida, a la distinta evolución de los tipos de interés.

En Estados Unidos, la recuperación del mercado de renta variable, que había alcanzado su punto más bajo a mediados de abril del 2005, se afianzó en los tres últimos meses. Las sólidas expectativas de beneficios en las empresas cotizadas parecieron compensar la preocupación de los inversores respecto a la incidencia del alza de los precios del petróleo en la actividad económica estadounidense y en la economía mundial en general. Entre finales de mayo y el 31 de agosto, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron cerca de un 2%. Esta subida fue relativamente generalizada, ya que se observó en la mayor parte de los subíndices sectoriales. Las mayores ganancias se

Gráfico 21 Índices bursátiles

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

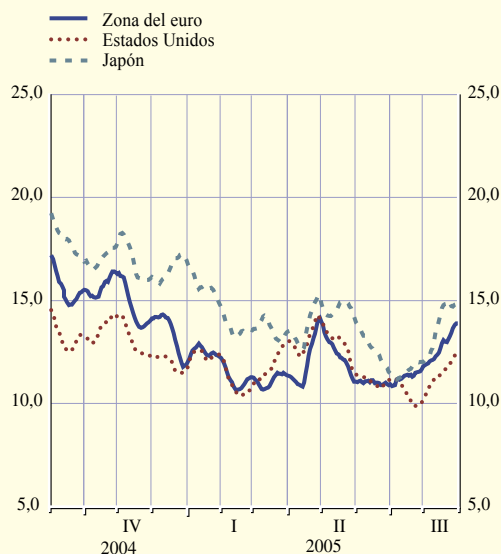


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un 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.

registraron, con mucho, en los sectores que tienden a beneficiarse del aumento de los precios del petróleo, es decir, los sectores energéticos y, en menor medida, las empresas de servicios públicos. En Japón, en el período analizado el índice Nikkei 225 experimentó una fuerte subida, de un 10%, como consecuencia de las mejores perspectivas económicas del país.

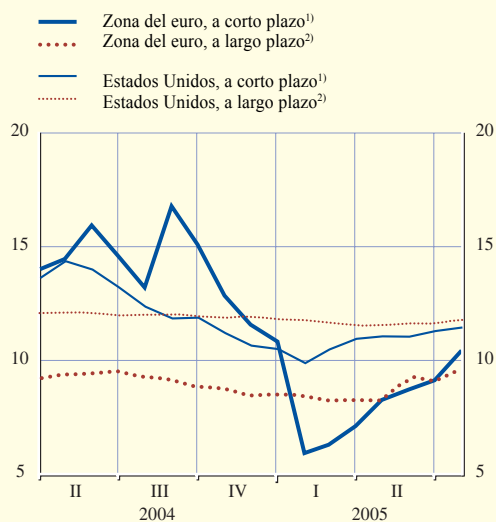
La incertidumbre de los mercados mundiales, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, creció ligeramente en el período examinado. Sin embargo, la volatilidad implícita de esos mercados ha permanecido, en general, bastante estable desde comienzos del 2005 y se ha mantenido muy por debajo de su media desde 1999 (véase gráfico 22).

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles siguieron la tendencia al alza observada a escala mundial y superaron a los índices amplios de Estados Unidos en los tres últimos meses. Entre finales de mayo y el 31 de agosto, el índice Dow Jones EURO STOXX ganó un 7%. El buen comportamiento que ha venido mostrando el índice en los últimos meses parecería ser algo contradictorio, dada la preocupación de los inversores acerca de las perspectivas económicas de la zona del euro, que estaría relacionada, por el contrario, con la disminución simultánea del rendimiento real de los bonos.

Sin embargo, a la hora de interpretar la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, es importante tener en cuenta varias consideraciones. En primer lugar, la rebaja de los tipos de interés reales provocó un descenso de los tipos de descuento para los dividendos futuros esperados, lo que contribuyó, en igualdad

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

(en porcentaje; datos mensuales)

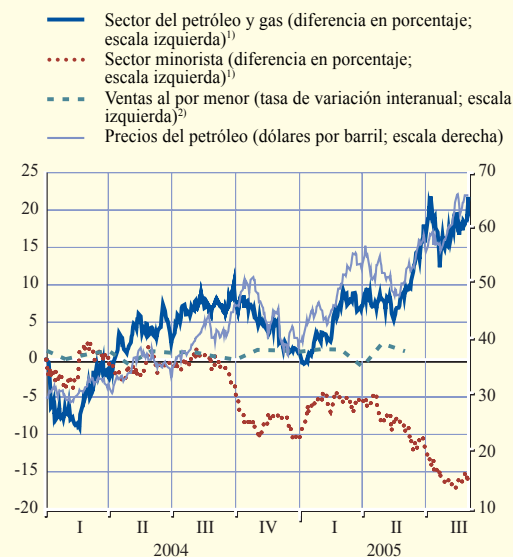


Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

- 1) A corto plazo se refiere a las expectativas a corto plazo de los analistas respecto a los beneficios a doce meses vista (tasas de crecimiento interanual).
- 2) A largo plazo se refiere a las expectativas a largo plazo de los analistas respecto a los beneficios de tres a cinco años vista (tasas de crecimiento interanual).

Gráfico 24 Precios del petróleo, ventas al por menor y cotizaciones bursátiles relativas de determinados sectores de la zona del euro

(datos diarios)



Fuentes: Stoxx, Reuters y cálculos del BCE.

- 1) Las series de cotizaciones bursátiles del sector del petróleo y gas y del sector minorista representan la diferencia acumulada en porcentaje entre el índice respectivo del sector y el índice Dow Jones EURO STOXX amplio.
- 2) Datos mensuales.

de condiciones, al alza observada de las cotizaciones bursátiles. En segundo lugar, las cotizaciones bursátiles continuaron sustentándose en la rentabilidad relativamente alta de las empresas de la zona del euro, obtenida, en parte, mediante la reducción de los costes. Aunque algo menores que para las empresas estadounidenses y que para el año pasado, las expectativas a corto plazo de los analistas respecto al crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas en el índice Dow Jones EURO STOXX han ido elevándose de forma constante en los tres últimos trimestres, y los últimos datos sugieren que cabe esperar una tasa de crecimiento superior al 10% en los próximos doce meses. Las correspondientes expectativas a largo plazo de crecimiento de los beneficios aumentaron también en la zona del euro en los dos últimos meses (véase gráfico 23). A este respecto, los índices amplios de la zona del euro reflejan, probablemente, las expectativas de beneficios de las empresas que operan no sólo en la zona sino también en otras áreas económicas con tasas de crecimiento más altas.

Por último, aunque la subida de las cotizaciones bursátiles parece haber sido general en todos los sectores económicos, las empresas del sector energético (el cuarto más importante del índice en términos de capitalización bursátil), que tienden a beneficiarse del aumento de los precios del petróleo, han contribuido, en gran parte, a la elevación del índice Dow Jones EURO STOXX. Por el contrario, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interior en la zona del euro, las empresas del sector minorista registraron resultados inferiores a los del índice (véase gráfico 24). Así pues, un análisis de la evolución de las cotizaciones bursátiles por sectores puede proporcionar un cuadro más preciso para interpretar el comportamiento de los índices bursátiles amplios en términos de expectativas del mercado respecto a las perspectivas de la economía en su conjunto (véase cuadro 3)³.

3 Véase también el recuadro 4 titulado «¿Cómo reaccionan los mercados de valores a variaciones de los precios del petróleo?», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004.

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	4,9	7,1	11,7	8,9	31,5	4,1	10,2	5,4	8,2	8,1	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2004 II	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
2004 III	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
2004 IV	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 I	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
2005 II	-0,8	1,8	2,6	11,4	2,8	5,6	5,2	10,1	-0,3	8,2	4,4
Junio	1,0	2,6	2,6	9,4	3,2	-4,4	4,4	3,5	2,5	4,0	3,5
Julio	6,1	2,2	7,2	3,6	5,3	4,9	4,3	0,7	4,1	1,2	4,4
Fin mayo 2005 a 31 de agosto de 2005	5,8	3,0	9,0	17,3	6,8	-1,0	8,1	0,1	3,3	6,5	6,9
Volatilidad (medias del período)											
2004 II	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
2004 III	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
2004 IV	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 I	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
2005 II	13,1	10,1	11,0	13,8	10,7	14,9	11,8	17,1	12,1	12,3	10,3
Junio	11,8	8,8	11,5	13,8	9,3	15,6	10,2	16,4	12,7	12,4	9,5
Julio	13,0	8,6	13,0	19,3	10,5	10,9	9,6	24,7	10,9	11,1	9,7
Fin mayo 2005 a 31 de agosto de 2005	11,8	8,4	11,3	16,2	10,0	13,5	9,5	18,4	11,5	12,1	9,6

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

2.6 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste general de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras se mantuvo reducido en el segundo trimestre del 2005. Durante ese período, las condiciones de acceso al crédito bancario continuaron mejorando, contribuyendo a unas favorables condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro. El reducido coste de la financiación mediante deuda y la relajación de los criterios de concesión del crédito por parte de las entidades de crédito provocaron un significativo repunte de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras en el segundo trimestre, mientras que la financiación mediante acciones se mantuvo reducida. En consecuencia, las ratios de deuda del sector empresas de la zona del euro aumentaron durante este período.

COSTES DE FINANCIACIÓN

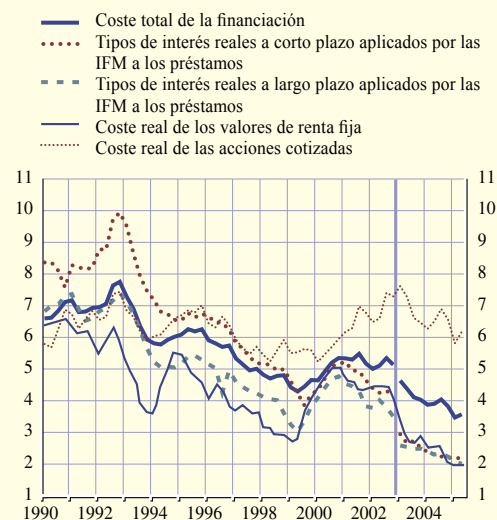
En el segundo trimestre del 2005, el coste marginal real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado ponderando el coste de distintas fuentes de financiación a partir de los saldos vivos⁴, se mantuvo reducido (véase gráfico 25). Como consecuencia de este reducido coste real de la financiación externa, el coste real de los préstamos de las IFM disminuyó, mientras que el de los valores de renta fija prácticamente no registró variaciones, y el coste real de la financiación mediante acciones se incrementó ligeramente. Esta última circunstancia hizo que el coste real general de la financiación externa se elevara levemente hacia finales del segundo trimestre.

4 Para conocer una descripción detallada de la medida del coste real de la financiación externa para las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005.

El coste real de la financiación bancaria de los nuevos préstamos siguió descendiendo ligeramente en el segundo trimestre, registrando mínimos históricos (véase cuadro 4). En cuanto a los plazos, la mayor parte de los tipos de interés que aplican las IFM a los préstamos a corto plazo disminuyó levemente en el período de tres meses transcurrido hasta junio del 2005 como consecuencia, en general, de la evolución de los tipos de interés del mercado monetario a plazos similares. Por ejemplo, los tipos de interés que aplican las IFM a los préstamos por importe inferior y superior a 1 millón de euros, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año, y el tipo de interés aplicado a los descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras descendieron entre 5 y 10 puntos básicos, aproximadamente, en comparación con una caída de 3 puntos básicos del EURIBOR a tres meses en el segundo trimestre. Durante ese período, la reducción de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras fue más pronunciada que la disminución de los tipos de interés a corto plazo. Por ejemplo, los tipos de interés a largo plazo con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras por un importe inferior y superior a 1 millón de euros descendieron unos 15 puntos básicos. En comparación, el rendimiento de la deuda pública a cinco años cayó 50 puntos básicos en el período de tres meses transcurrido hasta junio. El descenso menor de los tipos de interés a largo plazo que las IFM aplican a los préstamos y créditos con respecto a los tipos de mercado similares obedece, en general, a una transmisión lenta. A este respecto, el descenso de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM supuso la continuación de la tendencia a la baja que se inició en junio del 2004, cuando el rendimiento de la deuda pública registró un máximo. En general, los márgenes de los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a los préstamos a largo plazo concedidos a las sociedades no financie-

Gráfico 25 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)

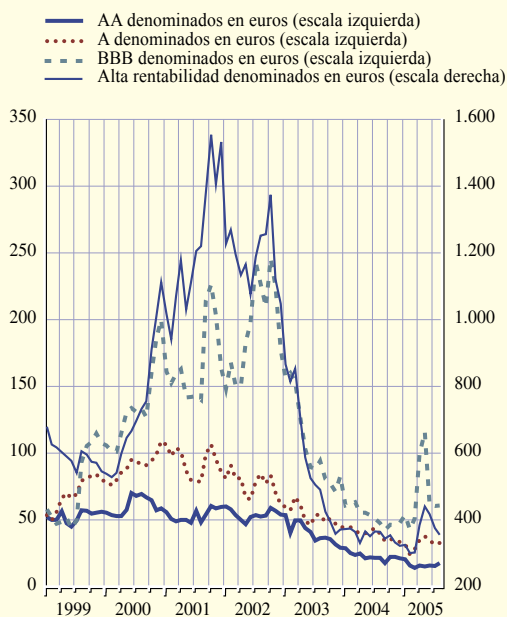


Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus Economics forecast.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

Gráfico 26 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

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

 (en porcentaje; en puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta jun 2005		
	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 May	2005 Jun	2004 Jun	2005 Mar	2005 May
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,39	5,38	5,27	5,26	5,17	5,14	-25	-12	-3
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,97	3,99	3,98	3,91	3,92	3,88	-10	-4	-4
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,72	4,70	4,44	4,33	4,23	4,20	-52	-13	-3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,01	3,00	3,04	3,01	2,99	2,94	-7	-7	-5
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,17	4,31	4,06	4,04	3,76	3,89	-28	-15	13
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,12	2,17	2,14	2,13	2,11	0	-3	-2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,74	2,60	2,36	2,49	2,22	2,07	-66	-42	-15
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,60	3,35	2,93	3,08	2,74	2,58	-103	-50	-16

Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro 3, 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.

ras se incrementaron levemente, al tiempo que los márgenes de los préstamos a corto plazo prácticamente no se modificaron.

El coste real de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo en niveles reducidos durante el segundo trimestre del 2005. De hecho, aunque aumentó en abril y mayo, el coste real de estos valores descendió hasta registrar un mínimo histórico en junio. Esta evolución se vio reflejada en las fluctuaciones de los diferenciales de los valores de renta fija privada (véase gráfico 26). Por ejemplo, los diferenciales de estos valores con calificación BBB se incrementaron en abril y mayo, impulsados, principalmente, por una serie de acontecimientos específicos en las empresas que afectaron, en particular, al sector automovilístico. Si se excluye a estas empresas del índice BBB, el incremento del diferencial fue considerablemente más reducido. En líneas más generales, los diferenciales de los valores de renta fija privada de las empresas con calificación más baja tendieron a elevarse en abril y mayo, pero posteriormente retornaron a niveles inferiores. En comparación, los diferenciales de los valores de renta fija privada de los segmentos con mejor calificación (A y AA) variaron mucho menos durante el segundo trimestre, y se mantuvieron muy bajos en términos históricos. En general, el reducido nivel que actualmente registran los diferenciales de los valores de renta fija privada continúa respaldando una valoración bastante benigna de la percepción de los riesgos de crédito del sector de sociedades no financieras de la zona del euro. Al mismo tiempo, otros factores, como la «búsqueda de rendimientos» parecen haber contribuido a la caída de estos diferenciales, sobre todo en un entorno de bajos rendimientos de la deuda pública.

A pesar de la evolución relativamente favorable observada en los mercados bursátiles de la zona del euro, el coste real de la financiación mediante acciones cotizadas se elevó levemente en el segundo trimestre del 2005. Este incremento parece obedecer, en cierta medida, a las políticas de mayores dividendos aplicada durante este período. En general, el coste real de la financiación mediante acciones cotizadas permaneció ligeramente por encima de la media del período comprendido entre 1999 y el 2005. En el recuadro 4 se presenta un análisis más detallado de la evolución del coste del capital en la zona del euro, así como una comparación con Estados Unidos, utilizando dos indicadores distintos.

Recuadro 4

EL COSTE DEL CAPITAL EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se examina el comportamiento del coste del capital en la zona del euro y en Estados Unidos, desde una perspectiva a largo plazo, mediante dos indicadores. El primero es la rentabilidad por beneficios, y se refiere a los últimos treinta años; el segundo se deriva de una especificación en tres etapas del modelo de descuento de dividendos, y cubre el período desde 1990.

El coste del capital puede definirse como la rentabilidad que los inversores requieren para mantener acciones. En los enfoques de valoración convencionales, esta rentabilidad coincide también con la tasa de descuento utilizada para calcular el valor actual de los dividendos futuros esperados. Por lo tanto, la estimación del coste del capital se encuentra intrínsecamente ligada a la estimación de la prima de riesgo de las acciones. Sin embargo, esta variable no puede medirse de manera fiable, como se pone de manifiesto en la gran cantidad de literatura sobre la paradoja de la prima de riesgo de las acciones¹. Con todo, existen habitualmente al menos dos maneras de evaluar el coste real del capital sin adoptar variables que aproximen la prima de riesgo de las acciones. Una se basa en la rentabilidad por beneficios, es decir, la ratio entre los beneficios corrientes u ordinarios y el precio de las acciones; la otra, en el modelo de descuento de dividendos

En el gráfico A se representan los valores mensuales de la ratio mencionada anteriormente para los índices generales de acciones de la zona del euro y Estados Unidos desde enero de 1973. En promedio, el indicador fue del 7,8% y del 7,3%, respectivamente, en las dos áreas. Tras registrar máximos de más del 14%, en tasa anualizada, durante la primera de las recesiones registradas en Estados Unidos que figura en el gráfico (enero a julio de 1980), comenzó a reducirse, situándose en mínimos históricos, cercanos al 4%, a principios del 2000. A partir de entonces inició una nueva subida, situándose a finales de julio del 2005 en el 5,3% en Estados Unidos y en el 6,9% en la zona del euro. En Estados Unidos, el nivel actual es significativamente inferior a la media registrada desde 1973, mientras que en la zona del euro está sólo ligeramente por debajo de su media. Además de diferir en cuanto a los niveles, el coste del capital de las dos áreas económicas ha evolucionado de manera distinta en los últimos años. Una subida constante en Estados Unidos desde la primavera del 2002 ha ido aparejada, en la zona del euro, con un aumento inicial más acusado entre enero del 2000 y marzo del 2003, seguido de un rápido retroceso y de una fase de estabilidad.

El simple cálculo del coste del capital a través de la rentabilidad por beneficios podría no tener debidamente en cuenta la influencia de la evolución del ciclo económico en los principales determinantes económicos del precio de las acciones, en particular, de las expectativas de los participantes en el mercado sobre el crecimiento de los dividendos. Una manera sencilla de incluirlo en el análisis es con el modelo de descuento de dividendos de Gordon. Como se comentó en ediciones anteriores de este Boletín, este modelo puede proporcionar una estimación más precisa del coste del capital cuando el modelo original en un etapa se amplía a la versión en tres etapas². Dicha ampliación permite que los dividendos crezcan a un ritmo más elevado en el período inicial, convergiendo finalmente hacia la tasa de crecimiento de largo plazo en un período predeterminado, que generalmente se supone de ocho años. Para estimar el crecimiento esperado de los dividendos nos basamos en previsiones

1 Dicho de forma sencilla, la paradoja surge del hecho de que en el último siglo, sobre todo en el mercado estadounidense, el índice general de acciones ha tenido una rentabilidad real más elevada que los bonos y que la brecha entre las dos rentabilidades puede conciliarse solamente con niveles del coeficiente relativo de aversión al riesgo poco verosímiles.

2 Véase el recuadro 2 del Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2004 y el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

Gráfico A Rentabilidad por beneficios en la zona de euro y Estados Unidos

(en porcentaje; datos mensuales)

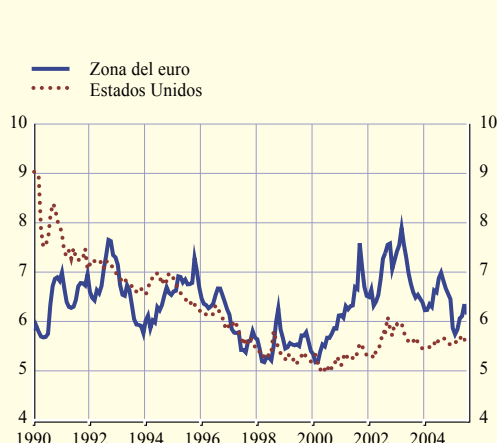


Fuente: Thomson Financial Datastream.

Nota: La rentabilidad por beneficios para las dos áreas económicas se calcula como 100 veces la inversa de la ratio precio/beneficios del Datastream Global Equity Index. Las zonas sombreadas muestran las recesiones en Estados Unidos, determinadas por el NBER.

Gráfico B Coste del capital en la zona de euro y Estados Unidos

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: El coste del capital se basa en el modelo de descuento de dividendos en tres etapas.

de los beneficios, con un horizonte de 3 a 5 años, facilitadas por los participantes en el mercado y recopiladas por el Institutional Broker's Estimate System (IBES).

En el gráfico B se presenta la serie temporal mensual del coste del capital para la zona del euro y Estados Unidos calculada mediante un modelo de descuento de dividendos en tres etapas entre enero de 1990, cuando se hizo pública la encuesta del IBES, y julio del 2005. En los cálculos, las tasas nominales de crecimiento esperado de los beneficios se han convertido en cifras reales, descontando la inflación esperada obtenida de Consensus Economics. El crecimiento real a largo plazo de los beneficios se fijó en una tasa equivalente al 2,25% anual para la zona del euro y al 3% para Estados Unidos.

En resumen, los resultados muestran que los indicios obtenidos a partir de la rentabilidad por beneficios están en consonancia, especialmente en el caso de la zona del euro, con el resultado del modelo de descuento de dividendos en tres etapas, al menos en la muestra analizada. Dichas estimaciones del coste del capital han de utilizarse con cierta cautela, ya que se basan en cifras sobre los beneficios esperados facilitados por los participantes en el mercado, que se ha constatado que tienen un sesgo considerable. No obstante, puede arrojarse cierta luz sobre la verosimilitud del coste estimado del capital relacionándolo con variables que se encuentran entre sus principales determinantes. En el gráfico C, el coste del capital para la zona del euro, basado en el modelo de descuento de dividendos en tres etapas, se muestra conjuntamente con la volatilidad implícita del índice Dow Jones Euro STOXX 50 y con un indicador de la tolerancia al riesgo³. El coste estimado del capital sigue muy de cerca los movimientos del índice de tolerancia al riesgo y la volatilidad existente en el mercado de acciones. Dicho resultado corrobora la verosimilitud de los indicios proporcionados por el modelo de Gordon. Más apoyo puede obtenerse haciendo una regresión del coste del capital sobre las dos variables que figuran en el gráfico C y sobre

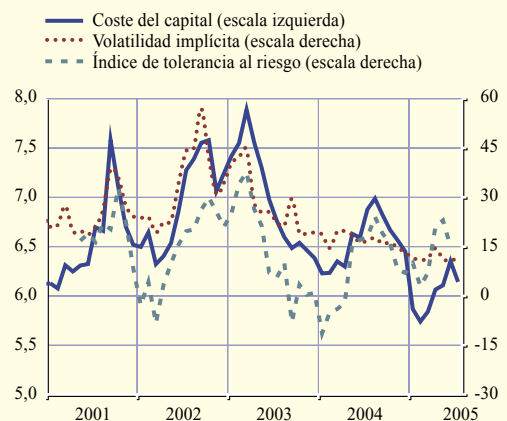
3 Este gráfico comienza en el 2001, cuando se comenzó a publicar el índice de tolerancia al riesgo de Merrill Lynch.

la rentabilidad del mercado de acciones. El R-cuadrado de la regresión es el 75%, teniendo la volatilidad y el índice de tolerancia al riesgo aproximadamente el mismo peso al determinar los movimientos del coste el capital. Todas las variables explicativas tienen el signo esperado, es decir, el coste del capital sube con una mayor volatilidad y baja con una mayor tolerancia al riesgo y con rendimientos positivos del mercado de acciones. Del mercado de acciones de Estados Unidos se obtienen indicios parecidos, aunque la R-cuadrado cae al 50%.

En síntesis, el análisis ha puesto de manifiesto que, medido a través de la rentabilidad por beneficios, el coste del capital en la zona del euro y Estados Unidos fue, a finales de julio, inferior a las medias registradas desde 1973, aunque el comportamiento reciente ha sido bastante diferente en las dos áreas económicas. En general, el modelo de descuento de dividendos confirma los resultados basados en la rentabilidad por beneficios, y el coste estimado del capital parece moverse en línea con medidas de riesgo amplias, tales como la volatilidad del mercado de acciones y el índice de tolerancia al riesgo.

Gráfico C Coste del capital en la zona del euro y sus determinantes

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y cálculos del BCE.
Nota: El coste del capital se obtiene del modelo de descuento de dividendos. La volatilidad se deriva del precio de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50. El índice de tolerancia al riesgo se refiere al saldo porcentual neto de los entrevistados que responden a la encuesta Merrill Lynch Global Fund Manager.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Los flujos de financiación hacia las sociedades no financieras en forma de préstamos bancarios y de valores de renta fija privada continuaron aumentando durante el segundo trimestre del 2005 (véase gráfico 27). En consecuencia, las sociedades no financieras incrementaron moderadamente su endeudamiento relativo, confirmando la tendencia iniciada en el primer trimestre.

Al mismo tiempo, la capacidad de financiación interna de las sociedades no financieras se mantuvo elevada, como indican los datos sobre beneficios de empresas cotizadas. Por ejemplo, el crecimiento de los beneficios de las principales empresas del índice Dow Jones EURO STOXX continuó siendo relativamente pronunciado en el segundo trimestre. El mayor recurso a la financiación externa mediante deuda por parte de las sociedades no financieras podría estar relacionado, en parte, con un deseo de garantizar la financiación de inversiones futuras, especialmente en un entorno de reducidos tipos de interés aplicados por las IFM al crédito y a los préstamos y de unos criterios de concesión de los préstamos bancarios más favorables. Las relativamente elevadas tenencias de efectivo de las sociedades no financieras proporcionan evidencia a este respecto, como indica el considerable volumen de depósitos y de otros instrumentos del mercado monetario incluidos en M3 que mantienen estas sociedades (véase la sección 2.1). Aunque las estadísticas actuales de la zona del euro no permiten analizar con precisión las inversiones financieras de las sociedades no financieras (véase la sección 2.2), este aumento de la inversión financiera por parte de estas sociedades es acorde con el intenso crecimiento de la inversión financiera del conjunto del sector no financiero en el primer trimestre. Por otra parte, cierto repunte de las fusiones y adquisiciones en el 2005, mediante operaciones financiadas con efectivo, también podría haber contribuido al incremento de la demanda de financiación mediante deuda.

En cuanto a los instrumentos de financiación, la mayor demanda de préstamos de las IFM fue el factor que más contribuyó al incremento de la financiación externa de las sociedades no financieras en el segundo trimestre (véase cuadro 5). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó hasta el 6,3% en el segundo trimestre, desde el 5,9% del primero. Datos más recientes muestran un fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de este sector a las sociedades no financieras, que se situó en el 6,9% en julio. En lo que respecta a los plazos, la demanda de préstamos a largo plazo continuó creciendo aproximadamente al mismo elevado nivel que el observado en el primer trimestre, al tiempo que los préstamos a corto plazo siguieron incrementándose con más intensidad que en el trimestre precedente.

Este considerable aumento de la demanda de préstamos bancarios se sustentó en los reducidos tipos de interés aplicados por las IFM y en unas condiciones de concesión del crédito más favorables por parte de las IFM de la zona del euro. A este respecto, según la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de julio del 2005 (véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de agosto del 2005), las entidades participantes señalaron que se había producido una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos a empresas, apuntando a una pronunciada mejora en las condiciones de oferta del crédito bancario en el segundo trimestre. Según estas entidades, la competencia de otras entidades fue el factor que más contribuyó a esa evolución.

En lo que respecta a los valores distintos de acciones, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 4,9% en el segundo trimestre del 2005, desde el 3,1% del primer trimestre. En particular, la emisión bruta por parte de las sociedades no financieras se situó en niveles muy elevados en mayo y junio, próximos al máximo histórico alcanzado en junio del 2004. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras, que representó aproximadamente el 83% del saldo vivo total de este sector, aumentó hasta el 5,7% en el segundo trimestre del 2005, desde el 3% del trimestre anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las sociedades no financieras descendió hasta el 1,6% en el segundo trimestre, desde el 3,1% del primero. El aumento de la demanda de instrumentos a más largo plazo se debe, en cierta medida, al deseo de muchos inversores de que aumente la rentabilidad, dado el bajo nivel de los rendimientos de la mayor parte de los valores distintos de acciones a más corto plazo, a pesar de los mayores riesgos asociados a la deuda a largo plazo. En general, esta demanda de valores distintos de acciones a más largo plazo hizo que los rendimientos de estos valores se situaran próximos a mínimos históricos en junio, y respaldó la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que en parte son utilizados por las sociedades no financieras para captar financiación externa indirectamente a través de entidades de propósito especial, volvió a aumentar en el segundo trimestre del 2005. A pesar de los incrementos anteriormente mencionados de los diferenciales de los valores de renta fija privada, la emisión por parte de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente intensa, ya que los inversores continuaron demandando estos valores. Además, la elevada actividad emisora puede haberse debido, en cierta medida, a la introducción de la nueva Directiva sobre folletos de la UE, que entró en vigor el 1 de julio. La aplicación de esta directiva ha estado rodeada de cierta incertidumbre, sobre todo en lo que respecta a cuestiones legales, y algunos emisores pueden haber optado por evitar estos problemas realizando emisiones en el segundo trimestre.

A diferencia de la financiación mediante deuda, la financiación mediante acciones se mantuvo moderada, en el muy reducido nivel observado durante los dos últimos años. En particular, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras no registró variaciones y se situó en el

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Saldo vivo a fin del último trimestre disponible (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales)				
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II
Préstamos de IFM	3.283	4,0	4,5	5,4	5,9	6,3
Hasta un año	1.025	-2,1	-0,6	2,5	3,9	4,7
De uno a cinco años	566	6,5	6,1	6,0	6,6	6,5
Más de cinco años	1.692	7,2	7,2	7,0	6,9	7,3
Valores distintos de acciones	615	2,2	3,6	3,0	3,1	4,9
A corto plazo	103	2,1	4,0	-1,0	3,1	1,6
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	512	2,2	3,4	3,8	3,0	5,7
A tipo fijo	416	2,5	1,1	0,7	-0,9	1,9
A tipo variable	83	-2,4	18,3	29,1	28,0	26,6
Acciones cotizadas	3.253	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8
Pro memoria²⁾						
Total financiación	7.873	1,8	1,8	2,2	3,1	3
Préstamos a sociedades no financieras	3.778	2,2	1,9	3,3	4,3	4
Reservas de fondos de pensiones de sociedades no financieras	302	4,7	4,7	4,5	4,4	4¼

Fuente: BCE.

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

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

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

0,8% en el segundo trimestre del 2005, si bien las amortizaciones de acciones cotizadas aumentaron de manera significativa durante este período. El reducido recurso a la financiación mediante acciones parece ser consecuencia del muy reducido coste de otras fuentes de financiación externa y de la disponibilidad de recursos internos. Además, el relativamente bajo nivel de inversión también puede haber influido, ya que la emisión de acciones tiende a estar relacionada con la demanda de inversiones de capital a largo plazo.

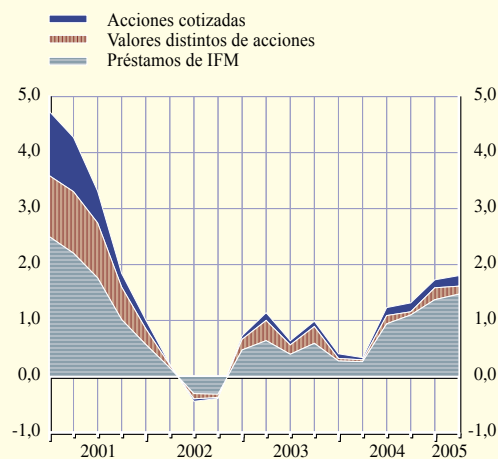
En general, se estima que la tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las sociedades no financieras se mantuvo en el 3% en el segundo trimestre del 2005, prácticamente sin variaciones con respecto al 3,1% registrado en el trimestre anterior (véase cuadro 5).

POSICIÓN FINANCIERA

En el segundo trimestre del 2005 se produjo la consolidación de una tendencia hacia unas ratios más elevadas de la renta fija privada iniciada en el trimestre anterior (véase gráfico 28). Como se ha indicado anteriormente, esta evolución fue resultado de un mayor recurso a la financiación mediante deuda, que, en parte, estuvo relacionado con el elevado coste de emitir acciones en comparación con el coste de la citada financiación mediante deuda. Como

Gráfico 27 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)

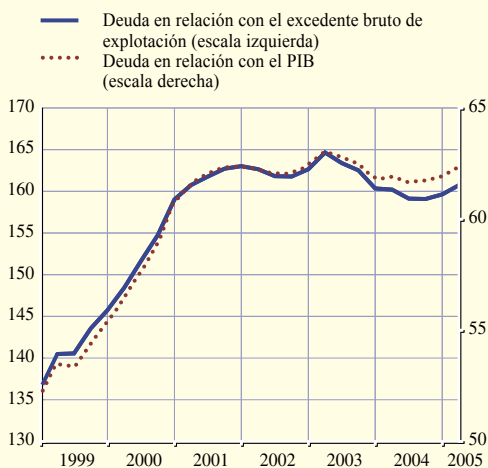


Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

Gráfico 28 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

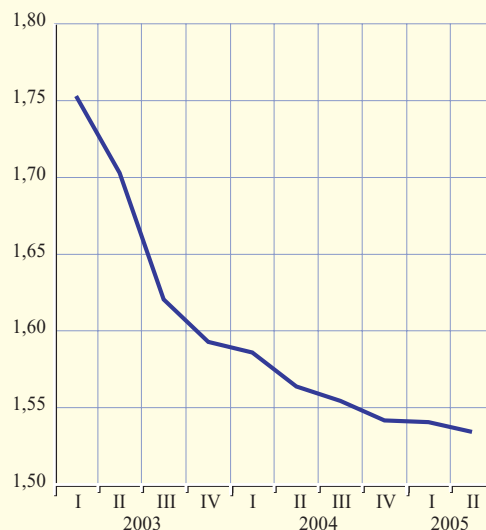


Fuentes: BCE y Eurostat.

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

Gráfico 29 Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

consecuencia del reducido coste de la financiación mediante deuda, los pagos netos por intereses por parte de las sociedades no financieras se mantuvieron en niveles reducidos, impulsando la demanda de nuevas emisiones de deuda (véase gráfico 29). Sin embargo, los mayores niveles de endeudamiento podrían incrementar la exposición al riesgo de las sociedades no financieras, especialmente en un entorno de tipos de interés relativamente bajos. A este respecto, cabe observar que la proporción de nuevos préstamos y de valores distintos de acciones a tipo de interés variable o con un plazo inicial de fijación del tipo reducido ha aumentado en los últimos trimestres⁵.

2.7 FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El endeudamiento de los hogares continuó aumentando en el segundo trimestre del 2005, debido, principalmente, al fuerte crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, pero también a un repunte del crédito al consumo. La demanda de préstamos continuó sustentándose en las favorables condiciones de financiación y en la vigorosa evolución del mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro. Como consecuencia de esta intensa trayectoria, el endeudamiento de los hogares de la zona, medido como proporción del PIB, se incrementó de nuevo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En el primer semestre del 2005, las condiciones de financiación del sector hogares de la zona del euro

⁵ Véase el recuadro 4, titulado « Interest rate sensitivity of debt raised by non-financial corporations in the euro area», en la edición de junio del 2005 del Financial Stability Review del BCE.

se mantuvieron, en general, favorables. El factor que más contribuyó a la mejora de las citadas condiciones fue el moderado descenso de los tipos de interés que las IFM aplicaron a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito al consumo en el segundo trimestre del 2005. En lo que respecta a los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda, en particular, esto supuso una continuación de la anterior tendencia a la baja. Los tipos de interés aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda a plazos más largos disminuyeron de manera algo más acusada que los de los préstamos a más corto plazo. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y el crédito a plazos más largos y los aplicados a plazos más cortos cayó hasta niveles observados por última vez a principios del 2003 (véase gráfico 30). Al mismo tiempo, se observaron ciertas señales de un ligero deterioro de las condiciones generales de financiación. Las entidades que participaron en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2005 indicaron que se había producido una leve relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y una relajación neta ligeramente menor en el caso del crédito al consumo y de los préstamos para otras finalidades.

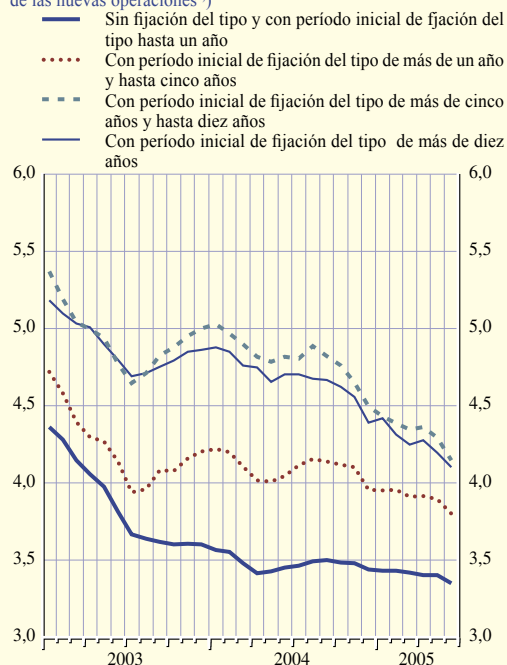
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el primer trimestre del 2005, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos al sector hogares, medida por datos de las cuentas financieras trimestrales, se elevó hasta el 8,2%, desde el 8% del cuarto trimestre del 2004, confirmando la tendencia al alza observada anteriormente en los datos sobre préstamos de las IFM. Estos préstamos representan aproximadamente el 90% del saldo vivo total de los préstamos a hogares, y los datos más recientes de los que se dispone apuntan a la persistencia de un intenso crecimiento del total de préstamos a hogares en el segundo trimestre del 2005. Desde mediados del 2003, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares concedidos por otros intermediarios financieros se ha reducido considerablemente, hasta situarse en un nivel próximo al del crecimiento del total de los préstamos a hogares. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares ha convergido con la de los préstamos concedidos por las IFM (véase gráfico 31). Una justificación de la disminución de la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares otorgados por otros intermediarios financieros es que el volumen de las transferencias de préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros en el contexto de la titulación de préstamos se ha reducido moderadamente desde mediados del 2003 (véase el recuadro 1 para conocer más detalles sobre la titulación de préstamos otorgados por las IFM).

La evolución general de los préstamos continuó obedeciendo, principalmente, a la fortaleza de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 10,5% en julio, tras registrar un promedio del

Gráfico 30 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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

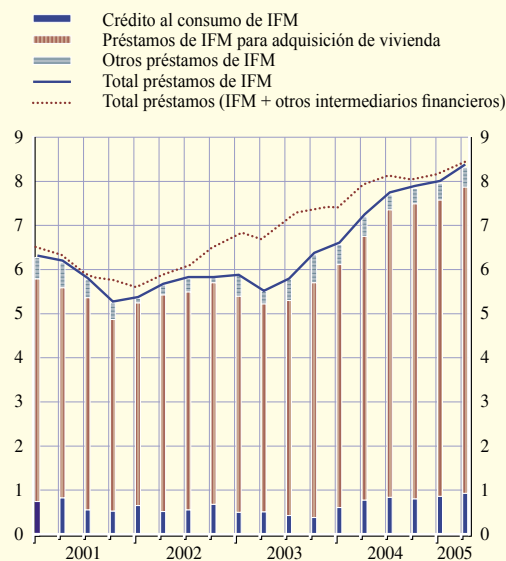


Fuente: BCE.

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

Gráfico 31 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

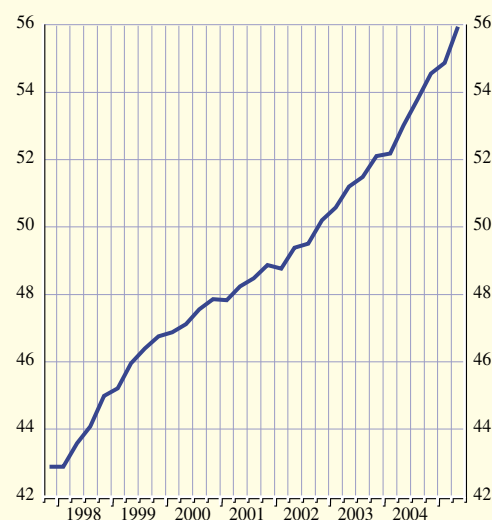


Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos (IFM+otros intermediarios financieros) en el segundo trimestre de 2005 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias.

Gráfico 32 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

10,1% en el primer y segundo trimestres del 2005. Según se señalaba en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2005, las favorables perspectivas de los hogares en lo que respecta al mercado de la vivienda continuaron respaldando la demanda de hipotecas.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo fue del 6,8% en julio, frente a unas tasas del 6,4% y el 6,8% en el primer y segundo trimestres, respectivamente. Esta trayectoria es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2005, en la que las entidades participantes indicaron que se había registrado una demanda neta de crédito al consumo ligeramente más elevada, impulsada por el gasto en bienes de consumo duradero y sustentada en una ligera mejora de la confianza de los consumidores. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares fue del 2,1% en julio, en comparación con el 2,2% y el 2,1% del primer y segundo trimestres, respectivamente.

POSICIÓN FINANCIERA

Tras el intenso crecimiento del endeudamiento de los hogares, la deuda de este sector en relación con el PIB aumentó de nuevo, hasta situarse en aproximadamente el 56% en el segundo trimestre del 2005 (véase gráfico 32). La mayor deuda de los hogares en relación con el PIB se debió, principalmente, al incremento del endeudamiento a largo plazo. En cambio, la proporción del endeudamiento a corto plazo de los hogares se ha mantenido estable, en general, en los últimos años. La carga total de la deuda del sector hogares (pagos por intereses más devoluciones de principal), expresada en porcentaje de la renta disponible, se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, como consecuencia de los reducidos tipos de interés vigentes.

3 PRECIOS Y COSTES

Como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios del petróleo, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha elevado desde mayo del presente año, hasta alcanzar el 2,2% en julio, aunque disminuyó ligeramente en agosto, hasta el 2,1%, según el avance de Eurostat. En los últimos meses, el aumento de los precios de la energía se ha visto compensado, sólo en parte, por la evolución moderada de la mayor parte de los demás componentes del IAPC general. Las presiones al alza de los precios del petróleo se reflejaron también en un ligero repunte de la tasa de variación interanual de los precios industriales en el mes de junio, aunque no existen evidencias significativas de transmisión de este incremento en fases más adelantadas de la cadena de producción. Pese a las señales opuestas procedentes de distintos indicadores, se estima que el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro ha dado pruebas de contención en el primer semestre del 2005. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo levemente, hasta el 2,1%, en el segundo trimestre del 2005. En los próximos meses se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% y que muestre cierto grado de volatilidad, dependiendo de la evolución de los precios del petróleo. De cara al futuro, cabe esperar que las presiones inflacionistas subyacentes permanezcan moderadas en la zona del euro, aunque existen algunos riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE AGOSTO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo ligeramente, hasta el 2,1%, en agosto. Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes, la incidencia al alza de las nuevas subidas de los precios de la energía registradas en agosto puede haber sido amortiguada por un efecto de base favorable derivado de la evolución de estos precios observada en el año anterior. Al tratarse de datos preliminares, esta estimación presenta todavía un alto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA JULIO DEL 2005

Desde el mes de mayo de este año, la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se ha elevado, hasta situarse en el 2.2% en julio (véase cuadro 6). Este leve incremento es reflejo, en gran medida, del reciente repunte de los precios en euros del petróleo, que ha ejercido fuertes presiones al alza sobre los precios de la energía, y se ha visto compensado, sólo en parte, por la disminución de las tasas de variación interanual de la mayor parte de los demás componentes del IAPC, en particular los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2005 Mar	2005 Abr	2005 May	2005 Jun	2005 Jul	2005 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,1
Energía	3,0	4,5	8,8	10,2	6,9	9,4	11,8	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	1,3	0,8	1,0	0,6	0,3	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	.
Servicios	2,5	2,6	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	1,4	2,3	4,2	4,3	3,5	4,0	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	40,4	41,4	39,4	45,7	48,3	51,9
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	-0,4	-1,9	1,2	7,6	9,6	11,9

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

La tasa de variación interanual de los precios de la energía volvió a ascender, desde el 9,4% de junio, hasta el 11,8% de julio. El impacto del aumento de los precios del petróleo compensó con creces el nuevo descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, que cayó al 0,3% en julio. Pese a la preocupación de que la sequía que azota algunas regiones de la zona del euro pueda hacer subir los precios de forma significativa, el incremento de los precios de los alimentos no elaborados registrado este verano ha sido, hasta el momento, más moderado de lo que suele observarse en este período del año.

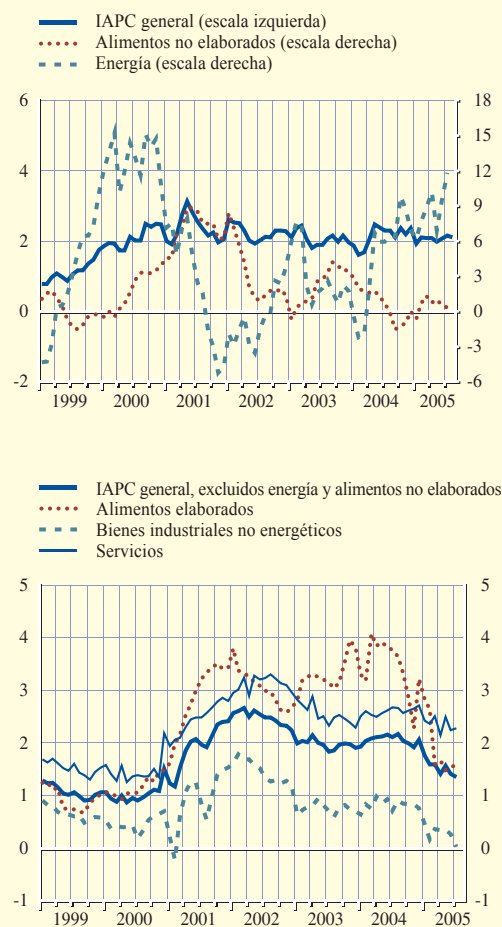
En contraste con la inflación medida por el índice general, la tasa de variación interanual, medida por el IAPC, excluidos los componentes más volátiles (es decir, los precios de la energía y de los alimentos no elaborados), se ha mantenido sin cambios en el 1,4% en julio, aunque se produjo un leve aumento de los componentes de alimentos elaborados y de servicios (véase gráfico 33). Hasta la fecha, existen escasas evidencias de efectos indirectos derivados de la subida de los precios energéticos. En efecto, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha caído sustancialmente, desde el 0,3%-0,4% registrado en promedio en el primer semestre del año, hasta el 0% de julio. Este acusado descenso fue debido, en particular, a unas rebajas de verano incluso mayores, que se observaron en la mayoría de los países de la zona del euro y que moderaron el componente de calzado y vestido de los precios de los bienes industriales no energéticos. La contribución históricamente muy baja de los precios de los bienes industriales no energéticos a la inflación medida por el índice general de la zona del euro puede reflejar también la incidencia a la baja que la fuerte competencia exterior y la pasada apreciación del euro han ejercido, y pueden seguir ejerciendo, en los precios. El ligero incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios está relacionado con la evolución de algunos de los componentes más volátiles, como las vacaciones organizadas y los servicios de transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde la última edición del Boletín Mensual, no se han publicado nuevos datos de precios industriales. Tras descender hasta el 3,5% en mayo, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales (excluida la construcción) aumentó al 4% en junio. Desde el inicio del año, la evolución de los precios industriales ha reflejado, en gran medida, la incidencia de la subida de los precios energé-

Gráfico 33 Desagregación del IAPC por principales componentes

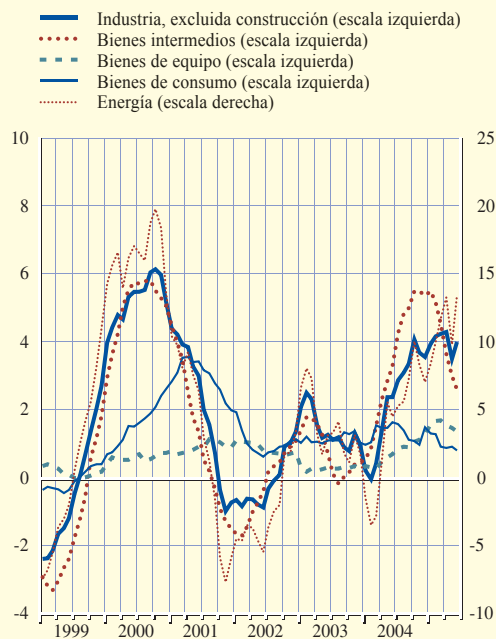
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 34 Desagregación de los precios industriales

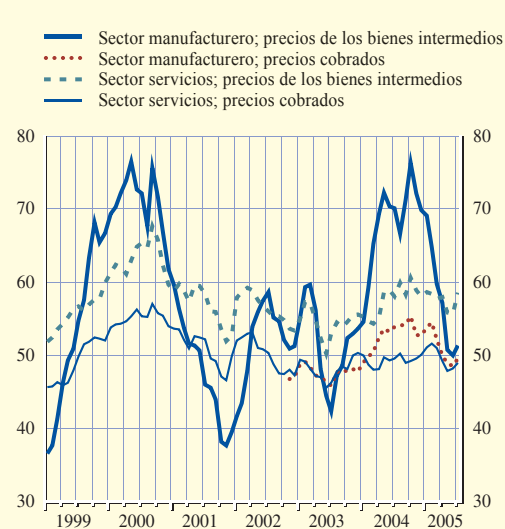
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 35 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.

ticos. Sin embargo, hasta el momento, no se aprecian evidencias significativas de transmisión de este incremento en fases más adelantadas de la cadena de producción (véase gráfico 34). La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de equipo fue disminuyendo a lo largo del primer semestre del año. Asimismo, también se redujo ligeramente la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo, aunque ello fue resultado, en gran medida, de los efectos de base de la anterior elevación de los impuestos sobre el tabaco. Así pues, las empresas manufactureras parecen haber absorbido, en parte, el aumento de los costes energéticos en sus márgenes. Ello se ha visto confirmado en las últimas encuestas a los directores de compras de la zona del euro, de las que se desprende que factores como la debilidad de la demanda de consumo y el incremento de la competencia exterior están conteniendo las presiones alcistas generadas por los efectos indirectos de las pasadas subidas de los precios del petróleo.

Los datos procedentes de las encuestas de julio sugieren un leve aumento de las presiones sobre los precios en el sector manufacturero, tras el descenso registrado durante varios meses consecutivos (véase gráfico 35). 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, se elevó ligeramente en julio, señalando una aceleración de los precios de los bienes intermedios, por primera vez desde noviembre del año pasado. Esta evolución fue reflejo, en gran medida, del repunte que los precios del petróleo experimentaron en junio y julio. Al mismo tiempo, el índice de precios cobrados ascendió de forma pronunciada, aunque permaneció justo por debajo de 50, indicando todavía un descenso de los precios. Sin embargo, los encuestados continuaron señalando que la mayor competencia exterior les había impedido trasladar integralmente los aumentos de los costes de los bienes intermedios. La intensi-

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

ficación de las presiones sobre los precios industriales se reflejó también en los resultados de la encuesta de julio de la Comisión Europea, que recogieron unas expectativas de elevación de los precios de venta en todas las ramas de la industria.

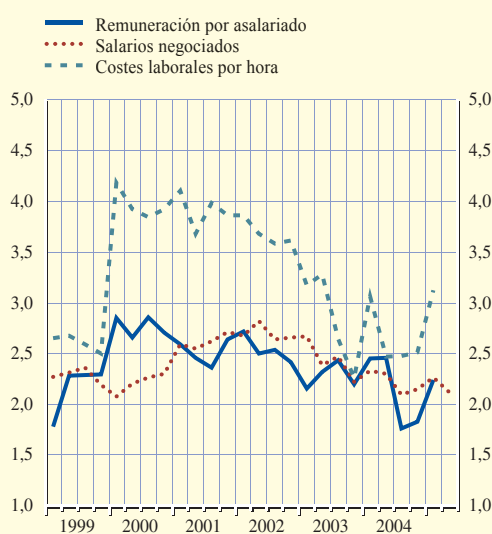
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Pese a las señales opuestas procedentes de distintos indicadores, se estima que el crecimiento de los costes laborales de la zona del euro ha permanecido moderado en el primer semestre del 2005. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo, desde el 2,3% del primer trimestre del 2005, hasta el 2,1% del segundo trimestre (véase cuadro 7). Esta reducción se observó en la mayoría de los países de la zona del euro.

Sólo se dispone de datos de otros indicadores de costes laborales hasta el primer trimestre del 2005, en el que aumentaron las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales totales por hora (véase gráfico 36). Sin embargo, en ambos indicadores puede haber influido el efecto estadístico de días laborables. Los costes laborales totales por hora pueden haber mostrado también cierta volatilidad, como consecuencia de la aplicación de las nuevas normas relativas al índice de costes laborales. Si bien el indicador de salarios negociados es un indicador relativamente tosco de la evolución de los salarios (debido a las diferencias de cobertura y de instituciones existentes entre los distintos países y a la ausencia de deriva salarial), ha seguido, hasta la fecha, el mismo patrón general que otros indicadores de costes laborales, sin estar sometido a tantos efectos estadísticos o idiosincrásicos. En general, parece pues que el descenso del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro continúa estabilizado en una tasa moderada.

Gráfico 36 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Teniendo en cuenta el incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, hasta el 2,2%, registrado en el primer trimestre del 2005, y la leve disminución del crecimiento de la productividad, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó al 1,7% durante el mismo período. De cara al futuro, una recuperación gradual de la productividad debería moderar la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios.

En el recuadro 5 se analiza el diferencial de crecimiento de los salarios entre los servicios de mercado y no de mercado, que aumentó ligeramente en el 2004, en comparación con los años anteriores. En particular, se muestra la notable influencia de elementos estructurales, como el crecimiento del empleo a tiempo parcial.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Dada la evolución reciente de los precios del petróleo, las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado y es probable que la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% en los próximos meses. De cara al futuro, no existen hasta el momento evidencias significativas de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la economía de la zona del euro. En particular, cabe esperar que se mantenga la moderación salarial, en el contexto de una creciente competencia exterior, de la atonía del mercado de trabajo y de un incremento sólo gradual de la actividad económica.

Las últimas proyecciones macroeconómicas del BCE (véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro») sitúan la inflación medida por el IAPC entre el 2,1% y el 2,3% en el 2005, y entre el 1,4% y el 2,4% en el 2006. Han de tenerse en cuenta varios riesgos alcistas, relacionados, especialmente, con el comportamiento futuro de los precios del petróleo. Los impuestos indirectos y los precios administrados podrían tener también efectos alcistas. Por otro lado, será necesario vigilar el riesgo de que los anteriores aumentos de la inflación produzcan efectos secundarios en la fijación de precios y salarios en toda la economía. Estos riesgos pueden materializarse en el medio plazo, a medida que vayan mejorando las condiciones del mercado de trabajo, razón por la cual habrá que realizar un estrecho seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo.

Recuadro 5

¿CÓMO PUEDEN EXPLICARSE LAS DIFERENCIAS DE CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS ENTRE SERVICIOS DE MERCADO Y NO DE MERCADO?

Dado el notable peso de los servicios en la actividad económica general (aproximadamente el 70% del valor añadido de la zona del euro), es fundamental comprender la evolución de los salarios en este sector para valorar las presiones inflacionistas. En el 2004 se mantuvo un crecimiento moderado de los salarios en el sector servicios de la zona del euro, con una tasa media de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado del 1,8%. Sin embargo, esta cifra ocultó diferencias significativas dentro del propio sector. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios «no de mercado» (administración pública, educación, seguridad social y servicios sanitarios, que representan en torno al 45% del empleo total en el sector servicios) fue del 2,4%, frente al 1,4% en los servicios «de mercado» (comercio, transporte, actividades financieras y empresariales, que constituyen alrededor del 55% del empleo total en el sector servicios). Esta diferencia se ha ido observando de forma persistente en los últimos años (véase gráfico A), aunque el diferencial se amplió entre mediados del 2003 y del 2004. Desde 1997, la tasa media de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios no de mercado, que están sometidos a presiones competitivas menos intensas, se ha situado, como promedio, 0,5 puntos porcentuales por encima de la de los

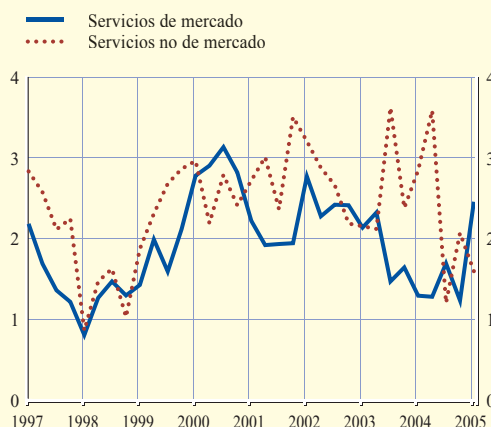
servicios de mercado más competitivos. En este recuadro se analizan con más detalle las razones por las que el crecimiento de los salarios presenta diferencias entre distintos tipos de servicios.

El patrón de crecimiento que han venido experimentando recientemente los salarios en los subsectores de servicios podría explicarse, en parte, por las variaciones registradas en el empleo a tiempo parcial. La proporción del empleo a tiempo parcial en el total de los servicios se elevó, desde una tasa inferior al 18% a más del 22%, entre los años 1997 y 2004. Por otro lado, el crecimiento del empleo a tiempo parcial fue más acusado en los servicios de mercado (un 5,6% por año, como promedio) que en los servicios más «protegidos» (en promedio, un 3,1% por año). En el 2004, la proporción de empleos a tiempo parcial siguió ascendiendo en los servicios de mercado, pero descendió muy levemente en los servicios más protegidos. Esta evolución incide en la estructura general de los salarios, ya que una mayor proporción de trabajadores a tiempo parcial reduce automáticamente la media de horas trabajadas, por lo que disminuye el crecimiento medio de la remuneración por asalariado. Además, los salarios por hora de los empleados a tiempo parcial tienden a ser inferiores a los de los empleados a tiempo completo¹. Utilizando los datos de la encuesta europea de población activa relativos al empleo a tiempo parcial y a la media de horas trabajadas, se puede ajustar el aumento del crecimiento de los salarios por el empleo a tiempo parcial (véase gráfico B)².

El gráfico B confirma que, en el 2004, más de la mitad de la disparidad que se observa en el crecimiento de los salarios de los dos subsectores de servicios se explica por la evolución del empleo a tiempo parcial. Sin embargo, a más largo plazo, la brecha no es totalmente consecuencia de diferencias en la evolución del empleo a tiempo parcial, que tampoco explican porqué, en la década de los noventa, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ha sido constantemente más alta en los servicios más protegidos que en los servicios de mercado.

Gráfico A Remuneración por asalariado en el sector servicios

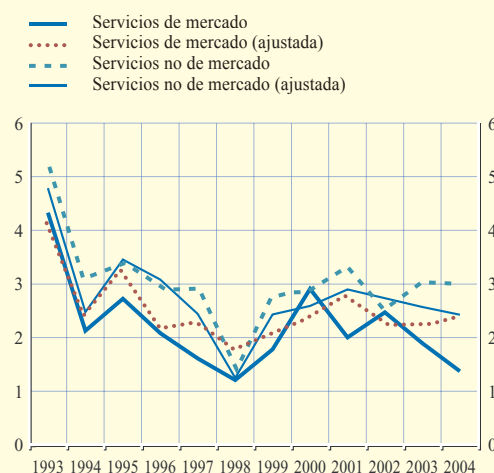
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Remuneración por asalariado ajustada por el crecimiento del empleo a tiempo parcial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Véase, por ejemplo, OECD Employment Outlook, junio de 1999.

2 Se puede convertir el número de empleados a tiempo parcial en el número equivalente de empleados a tiempo completo, multiplicándolo por la ratio entre la «media de horas trabajadas por empleados a tiempo parcial» y la «media de horas trabajadas por empleados a tiempo completo». Este número se añade al número de empleados a tiempo completo, para obtener el total de empleos equivalentes a tiempo completo. La remuneración total se divide por esta última cifra, para estimar la remuneración por «empleo equivalente a tiempo completo».

Desde 1997, una vez ajustada por el empleo a tiempo parcial, la brecha sólo se ha reducido de forma marginal, hasta un promedio de 0,4 puntos porcentuales.

También pueden intervenir otros factores estructurales. En particular, en los servicios no de mercado el nivel medio de los salarios ha sido permanentemente más bajo que en los servicios de mercado, pese a que en los servicios no de mercado más de un tercio de los empleados son altamente cualificados, frente a cerca del 20% en los servicios de mercado³. Así pues, la persistencia de un diferencial de crecimiento de los salarios observada en los últimos años puede reflejar también un acercamiento del nivel medio de los salarios en los servicios no de mercado.

Por otro lado, el proceso de fijación de los salarios en un sector competitivo puede diferir del que se observa en sectores más protegidos. Por ejemplo, la oferta y demanda de servicios como la sanidad, la educación y otros servicios públicos, y, por ende, la oferta y demanda de trabajo, pueden ser determinadas, en parte, por procesos políticos que no están necesariamente influidos por la evolución cíclica de la economía. Además, el efecto moderador del desempleo sobre las reivindicaciones salariales puede ser menor en sectores de servicios menos competitivos. En efecto, la volatilidad del crecimiento del empleo en servicios protegidos es sensiblemente inferior a la registrada en servicios más competitivos.

Con todo, pese a los motivos señalados anteriormente, el diferencial de crecimiento de los salarios también puede ser señal de cierta falta de eficiencia o de rigideces en algunos servicios no de mercado, que podrían ser objeto de determinadas medidas de política económica. Por consiguiente, el desarrollo del necesario proceso de reformas que ha de llevarse a cabo en la zona del euro es fundamental para determinar las futuras tendencias de crecimiento de los salarios en los servicios no de mercado y en la economía en general.

³ Véase Genre, Momferatou y Mourre (2005), «Wage diversity in the euro area: an overview of labour cost differentials across industries», ECB Occasional Paper n.º 24, febrero.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la primera estimación de Eurostat, en el segundo trimestre del 2005 el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3% con respecto al mes anterior, tras un crecimiento algo mayor, del 0,4%, en el primer trimestre de este año. La composición de la demanda interna mostró en el segundo trimestre un incremento ligeramente negativo del consumo privado y una expansión moderada de la inversión. Al mismo tiempo, la principal contribución al crecimiento total provino de la variación de existencias, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue cercana a cero. Los indicadores procedentes de las encuestas de opinión sugieren que se produjo una leve mejora en la confianza tanto de las manufacturas como de los servicios al inicio del tercer trimestre. Los indicadores del gasto de los hogares apuntan a un incremento del consumo privado bastante débil en el segundo trimestre, en consonancia con las estimaciones de crecimiento del PIB. La situación del mercado de trabajo parece haberse mantenido prácticamente estable en el primer semestre del 2005. De cara al futuro, se espera una mejora gradual en la actividad de la zona del euro. No obstante, la fuerte subida de los precios del petróleo plantea, en concreto, un riesgo a la baja para el crecimiento.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

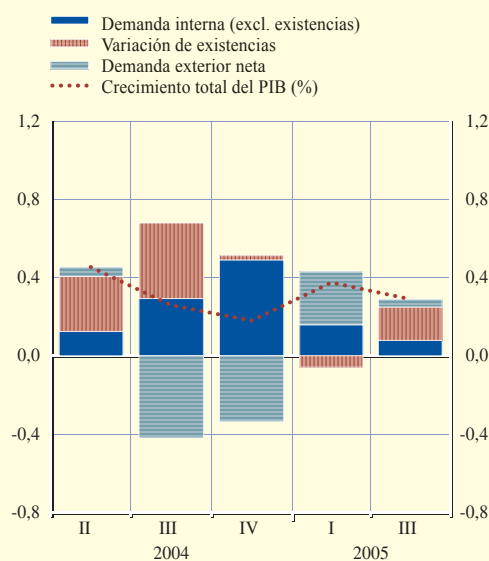
El crecimiento del PIB real de la zona del euro se desaceleró en el segundo trimestre del 2005. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real creció a una tasa intertrimestral, desestacionalizada y ajustada por días laborables, del 0,3% (véase gráfico 37). Si se compara con el crecimiento de PIB del 0,4% observado en el período anterior, parece que la tasa de crecimiento de la actividad económica real ha perdido dinamismo en el segundo trimestre. Sin embargo, es probable que el mayor crecimiento del PIB en el primer trimestre tenga, en cierta medida, su origen en los efectos estadísticos debidos a una distorsión causada por los ajustes por días laborables. Si se tienen en cuenta las tasas de crecimiento intertrimestral del 0,3% y del 0,2% de los dos últimos trimestre del 2004, se observa que la tasa subyacente de crecimiento económico ha mantenido su moderación en los cuatro últimos trimestres.

La estimación más reciente de las cuentas nacionales de la zona del euro presentó una corrección a la baja del crecimiento del PIB real, desde el 0,5% hasta el 0,4%, en el primer trimestre del 2005. Al mismo tiempo se revisó la composición del gasto, que se tradujo en una contribución ligeramente más elevada de la demanda interna, mientras que la aportación de la demanda exterior neta se redujo 0,3 puntos porcentuales.

Información adicional sobre los componentes individuales del gasto muestra que, en el segundo trimestre del 2005, fue la demanda interna la que más contribuyó al crecimiento. Sin embargo, ello puede atribuirse, principalmente, a la variación de existencias registrada en el segundo trimes-

Gráfico 37 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tre, que añadió 0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB real. La inversión en el segundo trimestre se elevó un 0,2%, tras un descenso del 0,2% en el primer trimestre del año. Este patrón se debe, en parte, a las condiciones meteorológicas, que tuvieron un efecto considerablemente desfavorable sobre la inversión en construcción en el primer trimestre (especialmente en Alemania). La inversión en construcción representa casi la mitad de toda la inversión de la zona del euro (véase el recuadro titulado «Evolución de la construcción en la zona del euro»). Esta evolución de la formación bruta del capital supuso una contribución de 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el segundo trimestre. El crecimiento del gasto en consumo fue negativo en el segundo trimestre, como resultado, probablemente, del impacto adverso de las recientes subidas de los precios del petróleo. En el entorno exterior, el aumento del crecimiento de las exportaciones en el segundo trimestre —reflejo de la situación económica mundial, que era, en general, favorable— fue contrarrestado por un incremento significativo del crecimiento de las importaciones. Por lo tanto, la contribución de la demanda exterior neta real al crecimiento fue casi nula en el período comprendido entre abril y junio.

En resumen, la composición del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre refleja un ritmo de expansión moderado y prácticamente sin cambios. No obstante, aún no hay señales claras de que la recuperación pueda llegar a ser autosostenida.

Recuadro 6

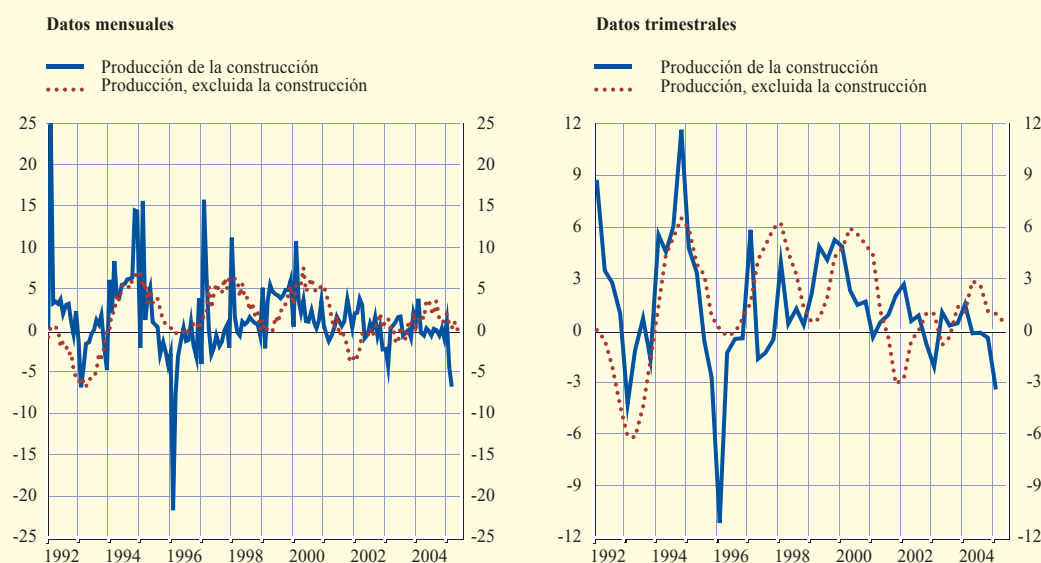
EVOLUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La producción de la construcción constituye en torno al 17% de la producción industrial total de la zona del euro. Además, la construcción representó algo más del 28% del empleo total en la industria y un 19% del valor añadido, en precios constantes, del sector industrial en el 2004. En el mismo año, la inversión en construcción supuso casi la mitad de la inversión total de la zona del euro y, como resultado, un 10% del PIB real. Lo anterior muestra claramente que la construcción es una rama de actividad importante para evaluar los movimientos cíclicos de la economía en su conjunto.

No obstante, hay diversos motivos que explican por qué la construcción se excluye normalmente de la producción industrial y se analiza por separado. La construcción muestra un grado de volatilidad muy elevado, lo que hace más compleja la evaluación de los movimientos a corto plazo de la activi-

Gráfico A Producción industrial y de la construcción en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

dad. Ello se pone de manifiesto en el panel izquierdo del gráfico A, que muestra la tasa de variación interanual de la producción de la construcción, junto con la producción industrial, excluida la construcción, calculada con datos mensuales. Además, los datos de producción de la construcción de la zona del euro, aunque se calculan mensualmente, sólo se publican con periodicidad trimestral. Sin embargo, tras la modificación del Reglamento del Consejo relativo a las estadísticas coyunturales, que entró en vigor en agosto del 2005, es probable que Eurostat publique esta serie con periodicidad mensual a partir del 2006. Otra ventaja de examinar la producción de la construcción por separado es que la evolución a corto plazo de los datos de la zona suelen verse afectados considerablemente por factores específicos de un país. En contraposición con la producción industrial, excluida la construcción, que presenta un elevado grado de correlación entre los países de la zona del euro, la producción de la construcción se caracteriza por diferencias sustanciales de un país a otro.

Una posible forma de eliminar parte de la volatilidad del crecimiento de la construcción es calcular la tasa de variación interanual a partir de datos trimestrales (véase panel derecho del gráfico A). Pese a algunas diferencias entre el crecimiento de la producción de la construcción y la producción industrial, excluida la construcción, ambas variables muestran movimientos cíclicos bastante similares en la zona del euro, alcanzando los puntos más altos y más bajos prácticamente al mismo tiempo. La tasa de crecimiento media interanual desde comienzos de los años noventa se ha situado en torno al 1,5% tanto en la construcción como en la producción, excluida la construcción. Sin embargo, la correlación entre las dos series ha descendido en los últimos años, y actualmente se encuentra en torno a 0,4. De hecho, la diferencia más notable puede observarse en los dos últimos años. Mientras que el crecimiento interanual de la producción industrial, excluida la construcción, se recuperó gradualmente entre el 2001 y finales del 2004, la producción de la construcción mostró un patrón de crecimiento mucho más débil.

La moderación de la evolución registrada en varios países explica parte de esta debilidad y también por qué la inversión en construcción no se fortaleció y, por tanto, por qué el crecimiento de la inversión total de la zona del euro ha sido menor de lo que cabría esperar de las buenas condiciones de financiación existentes y del relativo aumento de los beneficios empresariales (véase gráfico B). Mientras que la construcción continuó creciendo de forma acusada en Austria y Finlandia, su dinamismo se redujo en cierta medida en España e Italia. Asimismo, la producción de la construcción disminuyó sustancialmente en Bélgica, Alemania y los Países Bajos. En el caso de Alemania, la construcción residencial y la construcción privada no residencial siguieron registrando un exceso significativo de oferta, mientras que la construcción pública mantuvo su declive. No obstante, la producción industrial, excluida la construcción, cobró impulso en todos los países, salvo Italia, al aprovechar la producción de bienes de exportación el favorable entorno exterior.

A pesar del grado relativamente elevado de correlación a largo plazo entre la construcción y la producción industrial, excluida la construcción, existen una serie de factores de particular importancia para la evolución de la producción de la construcción. En primer lugar, las condiciones meteorológicas desempeñan un papel fundamental en la construcción, pues el tiempo extremo o desfavorable retrasa e incluso paraliza los trabajos de construcción en curso. Este es uno de los motivos del crecimiento volátil de la producción de la construcción. En segundo lugar, las medidas de carácter fiscal pueden influir en la construcción. Por ejemplo, a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, la producción de la construcción de la zona del euro creció en gran medida a consecuencia de la construcción en Alemania, que, a su vez, se vio fuertemente influida por los incentivos públicos que se introdujeron tras la reunificación alemana. En tercer lugar, la evolución de los mercados financieros constituye, asimismo, un importante determinante de la producción de la construcción. Por ejemplo, las variaciones de los tipos de interés afectan a la demanda de vivienda y, por lo tanto,

Gráfico B Inversión en la zona del euro

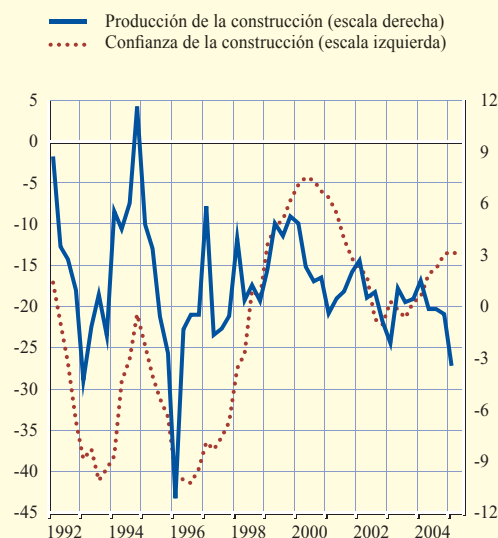
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat.

Gráfico C Producción y confianza de la construcción en la zona del euro

(tasas de variación interanual, saldos netos; datos trimestrales)



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

a la inversión en construcción, debido a variaciones en los costes de financiación. Por último, los cambios demográficos también pueden tener un efecto a largo plazo en la demanda de vivienda y, por consiguiente, en la producción de la construcción. Los factores anteriores pueden ayudar a explicar las diferencias relativamente importantes existentes en la evolución de la construcción entre los países de la zona del euro.

De las encuestas de opinión mensuales hechas públicas por la Comisión Europea puede extraerse información sobre la evolución a corto plazo de la construcción. El indicador de confianza de la construcción, que se basa en preguntas relacionadas con la evaluación de la cartera de pedidos y las expectativas de creación de empleo en la construcción con tres meses de adelanto, ha sido, en general, coherente con la evolución de la construcción desde comienzos de los años noventa (véase gráfico C). Sin embargo, el indicador de confianza no capta la mayor frecuencia de las fluctuaciones a corto plazo de la producción real de la construcción y no parece contener demasiada información adelantada. Más recientemente, el indicador de confianza sigue señalando una mejora de la actividad en la construcción, aunque ello es contrario a la evolución reciente de la producción real de la construcción. La confianza de la construcción ha mejorado últimamente en toda la zona del euro, salvo en Italia y Grecia. En este último caso, el empeoramiento de la confianza de la construcción desde finales del 2003 parece ser reflejo de la desaparición del estímulo a la construcción existente en el período previo a los Juegos Olímpicos.

En resumen, en la construcción existen diferencias relativamente importantes entre los países en términos de las condiciones de oferta y demanda. Ello ha contribuido en los últimos años a una evolución heterogénea del crecimiento dentro de la zona del euro. Mientras que algunos países han registrado tasas de crecimiento positivas en la producción y la inversión en construcción, otros han experimentado una contracción, lo que ha hecho más difícil la valoración de las tendencias subyacentes en la producción industrial y en la inversión totales. Pese a esas diferencias entre países, la construcción forma parte significativa del total de la economía de la zona del euro y, por lo tanto, desempeña un papel importante en la valoración de la evolución general de la actividad.

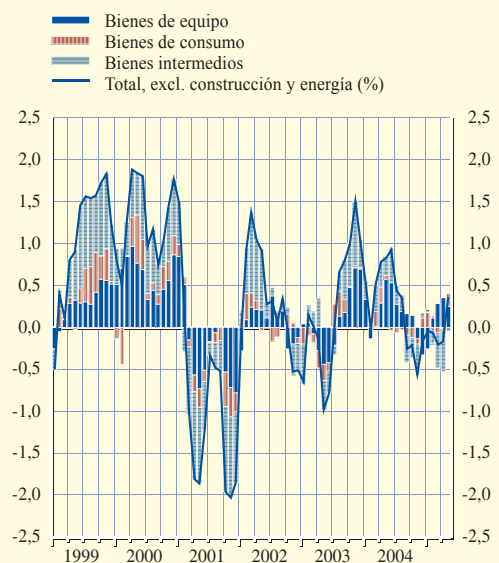
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La descomposición del crecimiento económico por ramas de actividad en el segundo trimestre de este año muestra que el valor añadido tanto de la industria como de los servicios contribuyó al crecimiento. Mientras que el valor añadido de la industria cobró impulso frente al trimestre anterior, el valor añadido de los servicios se mantuvo en el nivel registrado en el primer trimestre del 2005.

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción), que se había estancado en el primer trimestre, aumentó un 0,4% en el período entre abril y junio de este año. La recuperación general de la producción industrial encubrió una evolución heterogénea de las principales ramas de actividad (véase gráfico 38). Los datos para el segundo trimestre mostraron un incremento en la producción de bienes de equipo y de consumo, mientras que se registraron descensos en los bienes intermedios y en la energía. Probablemente, la acusada caída de esta última variable es atribuible al tiempo inusualmente frío que se registró en algunas regiones de la zona del euro a comienzos de año, y que tuvo como consecuencia una producción de energía bastante elevada. Una perspectiva a más largo plazo pone de manifiesto que la producción industrial, tras un fuerte incremento en el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004, ha fluctuado en los últimos meses en torno a un nivel constante. En las manufacturas, los nuevos pedidos aumentaron en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, tras un descenso significativo en el primero, y, en consecuencia, proporcionaron algunas señales positivas acerca del tercer trimestre.

Gráfico 38 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

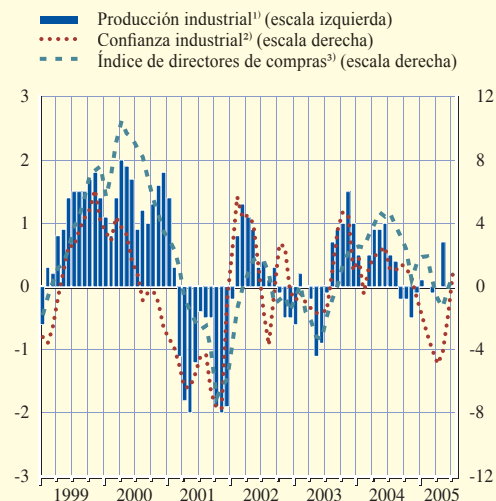
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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 39 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.

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

Los datos procedentes de las encuestas para el mes de julio indican un fortalecimiento de la confianza tanto en las manufacturas como en los servicios. Así pues, estos datos proporcionan algunas señales positivas para el inicio del tercer trimestre, que reafirman la expectativa de una expansión moderada y estable de la industria y los servicios.

En lo que se refiere a las manufacturas, tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el índice de directores de compras apuntan a una mejora reciente. Ambos indicadores se elevaron en junio y julio, tras registrar descensos significativos en los meses anteriores. No obstante, el nivel de ambos indicadores sugiere un crecimiento moderado de la industria, pues el índice de directores de compras sólo supera ligeramente el nivel de 50 y el indicador de confianza de la Comisión Europea sigue situándose algo por debajo de su media a largo plazo (véase gráfico 39).

Si se observa la evolución de los servicios, tanto el índice de directores de compras como el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea mejoraron en julio, tras haberse mantenido prácticamente sin cambios o haber registrado un ligero descenso en el segundo trimestre, con respecto al primero. El índice de directores de compras supera marginalmente el umbral de 50, lo que indica una mejora gradual de la actividad en esta rama.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Aunque los datos más recientes han sido favorables, los indicadores del gasto de los hogares apuntan, en promedio, a un crecimiento del consumo privado bastante moderado en el segundo trimestre

(véase gráfico 40). De hecho, el volumen de las ventas al por menor creció en tasa intermensual en mayo y en junio. No obstante, el volumen de las ventas del comercio al por menor en la zona del euro, en tasa intertrimestral, se redujo un 0,2% en el segundo trimestre, tras un incremento del 0,8% en el primer trimestre. Al mismo tiempo, a pesar de ser extremadamente volátiles en términos intermensuales, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 1,9% en tasa intertrimestral. La reducción de las ventas al por menor en la zona del euro y el aumento de las matriculaciones de automóviles dieron lugar, en el segundo trimestre, a una contribución nula de los indicadores mensuales del gasto de los hogares al crecimiento del consumo privado.

Por último, en los tres últimos meses el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo, en general, estable, en un nivel relativamente bajo. Con todo, el clima de los consumidores ha descendido desde el comienzo del año. Además, la relación habitualmente sólida entre la evolución del empleo y la confianza de los consumidores parece haberse debilitado recientemente, tal vez como consecuencia del efecto adverso del fuerte incremento de los precios del petróleo. No obstante, hay que tener en cuenta los cambios metodológicos registrados en la compilación de los datos de desempleo.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

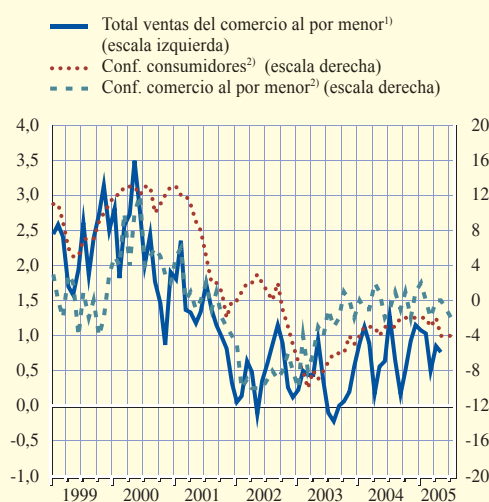
Los datos disponibles indican que la situación del mercado de trabajo apenas se ha modificado durante el primer semestre del 2005. Los datos procedentes de las encuestas muestran una práctica estabilidad o ligeras mejoras en las expectativas de creación de empleo al inicio del tercer trimestre.

DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro fue del 8,7% en junio, sin variación con respecto a mayo (véase gráfico 41). La tasa de desempleo se situó en el 8,8% en el segundo trimestre por tercer trimestre consecutivo. Por grupos de edad, la tasa de paro para el colectivo de menores de 25 años se incrementó en 0,3 puntos porcentuales, hasta el 17,9% en junio, mientras que la tasa de desempleo de los mayores de 25 se mantuvo en el 7,5%. El número de desempleados cayó en 40.000 personas en junio, tras el descenso de 170.000 registrado en mayo. No obstante, los últimos datos deben interpretarse con cautela, pues los cambios metodológicos en la compilación de los cifras de desempleo en Alemania han dado lugar recientemente a un aumento significativo de la volatilidad de las cifras para la zona del euro.

Gráfico 40 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

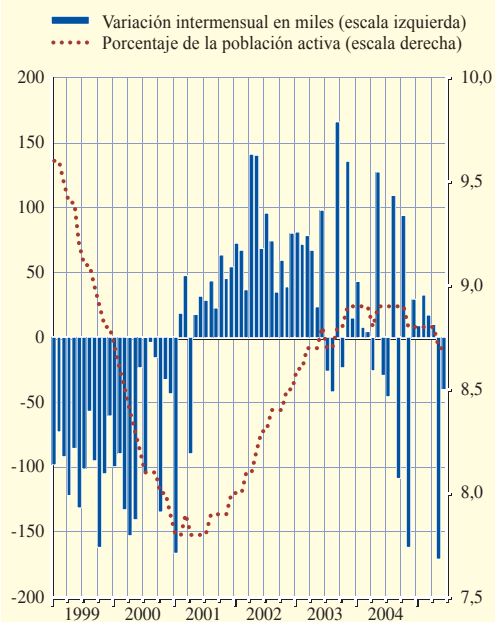
(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

Gráfico 41 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

EMPLEO

En la zona del euro, la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo fue del 0,1% en el primer trimestre del 2005 (revisada a la baja en 0,1 puntos porcentuales), en comparación con una tasa de crecimiento del 0,2% en cada trimestre del año anterior. Esta evolución general encubre tendencias divergentes en el crecimiento del empleo en los servicios y en la industria (excluida la construcción). Mientras que el empleo en los servicios continuó aumentando en el primer trimestre, en la industria (excluida la construcción) se redujo.

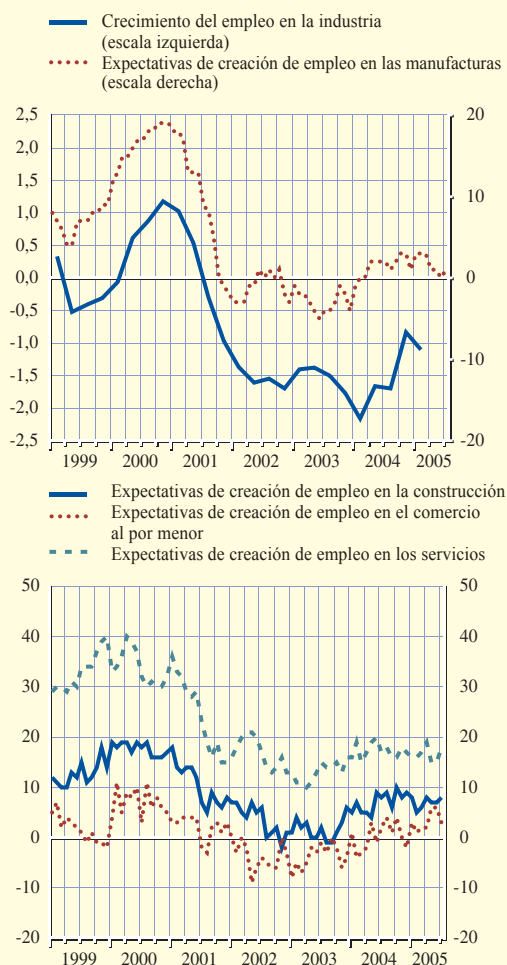
Los datos procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras sugieren unas expectativas de creación de empleo prácticamente sin cambios en los servicios entre el primer y el segundo trimestre del 2005, y un ligero deterioro en las manufacturas (véase gráfico 42). Las expectativas de empleo en julio muestran, en general, ligeras mejoras en los servicios y una situación prácticamente estable en las manufacturas.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2005 se desaceleró con respecto al primero. Sin embargo, una vez tenido en cuenta el efecto de distorsión de los ajustes por días

Gráfico 42 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

laborables, el panorama es de un crecimiento del PIB real moderado, en el primer semestre del 2005, a un ritmo prácticamente similar al registrado en el segundo semestre del 2004.

De cara al futuro, se espera una fortalecimiento gradual de la actividad económica de la zona del euro (véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»). Las recientes mejoras registradas en las encuestas de opinión corroboran esta percepción. Además, en el futuro próximo la economía de la zona del euro debería beneficiarse más visiblemente del entorno fundamentalmente positivo, dado que los efectos de las perturbaciones adversas del pasado se mantienen contenidos. No obstante, persisten los riesgos a la baja para el crecimiento económico, que se derivan, en particular, de la continuidad de los elevados precios del petróleo. En relación con esto, el bajo nivel de la confianza de los consumidores afecta al crecimiento del consumo. Por último los desequilibrios mundiales continúan suponiendo un reto y un motivo de preocupación.

Recuadro 7

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 19 de agosto de 2005, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹.

Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones, en los niveles registrados en la primera quincena de agosto. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados a mediados de agosto², mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro. Estos últimos incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

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

1 Las proyecciones de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001).

2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el EURIBOR a tres meses, se mantendrán sin variación en el 2,12% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense continuará en 1,22 durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2005 un 0,1% superior a la media del 2004, y, en el 2006, un 0,8% inferior. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde el 3,5% registrado en promedio en el 2005, hasta un porcentaje medio del 3,7% en el 2006. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 6,4% en dólares estadounidenses en el 2005 y en un 2,4% en el 2006. Sobre la base de la trayectoria implícita en el mercado de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo aumentarán desde los 55,3 dólares estadounidenses por barril estimados para el 2005, hasta 62,8 en el 2006.

Supuestos relativos al entorno internacional

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

Se estima que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 4,8% en el 2005 y al 4,6% en el 2006. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará alrededor del 7,1% en el 2005 y del 7,2% en el 2006.

Proyecciones sobre el crecimiento del PIB real

La estimación preliminar de Eurostat indica que el PIB real de la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de este año experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,3%. El crecimiento debería experimentar un ligero repunte a partir del segundo semestre de este año. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo entre el 1,0% y el 1,6% en el 2005, y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2006. Se espera que el crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, siga estimulando la actividad económica, y que la demanda interna aumente a ritmo gradual.

El crecimiento del consumo privado debería mantenerse en consonancia con el de la renta real disponible, que debería verse apoyado por el fortalecimiento del empleo. No obstante, se prevé una moderación del crecimiento del consumo debido, principalmente, a la subida de los precios del petróleo y al incremento del ahorro por motivos de precaución relacionado con las preocupaciones relativas a la evolución de las finanzas públicas y a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. Asimismo, se proyecta una recuperación de la inversión total en capital fijo, que recientemente se ha mostrado débil, ya que la inversión empresarial debería beneficiarse de la fortaleza de la demanda externa, de las favorables condiciones de concesión del crédito y de la solidez de los beneficios empresariales. El crecimiento esperado de la inversión en vivienda proseguirá a un ritmo moderado durante el período que abarcan las proyecciones. Dado que es probable que la

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales¹⁾)

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

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

Cuadro B Comparación con las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	2004	2005	2006
IAPC - junio 2005	2,1	1,8-2,2	0,9-2,1
IAPC - septiembre 2005	2,1	2,1-2,3	1,4-2,4
PIB real - junio 2005	1,8	1,1-1,7	1,5-2,5
PIB real - septiembre 2005	1,8	1,0-1,6	1,3-2,3

demanda interna estimule el crecimiento de las importaciones, no se espera que la demanda exterior neta contribuya sino ligeramente al crecimiento del PIB real en el horizonte contemplado.

Proyecciones sobre precios y costes

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación anual del IAPC se situará entre el 2,1% y el 2,3% en el 2005, y entre el 1,4% y el 2,4% en el 2006. El ligero descenso de la inflación medida por el IAPC en el 2006 es fundamentalmente el resultado del tratamiento estadístico de una propuesta de reforma de la sanidad en los Países Bajos, cuya contribución se estima en -0,2 puntos porcentuales, y, asimismo, refleja las expectativas de que en el 2006 se observe un descenso de la inflación de los precios energéticos y de la tasa de variación de los precios de importación.

Se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado en términos nominales continúe siendo moderado durante el período considerado. Esta proyección no sólo tiene en cuenta los acuerdos salariales en vigor y la mejora prevista, si bien moderada, de las condiciones de los mercados de trabajo, sino también considera que los efectos secundarios del pronunciado aumento de los precios del petróleo sobre la remuneración nominal no serán significativos. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo señalan que el crecimiento de la productividad del trabajo se recuperará lentamente. Como consecuencia de la evolución de los salarios y de la productividad, se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantenga relativamente contenido tanto en el 2005 como en el 2006.

Comparación con las proyecciones de junio del 2005

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2005, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real de la zona del euro se han ajustado ligeramente a la baja, tanto para el 2005 como para el 2006. La corrección para el 2005 refleja, principalmente, ligeros ajustes a la baja de datos anteriores y, para el 2006, el efecto de los incrementos efectuados en los supuestos referidos a los precios del petróleo y a la renta real disponible.

Los intervalos correspondientes a la tasa de variación anual del IAPC para el 2005 y el 2006 se han revisado ligeramente al alza en relación con las proyecciones de junio del 2005. Dicha corrección refleja principalmente la mencionada variación al alza de los supuestos referidos a los precios del petróleo para el 2005 así como para el 2006. Estos supuestos implican una mayor contribución del componente energético al IAPC, mientras que las proyecciones para el componente no energético se mantienen prácticamente sin variación respecto a las proyecciones de junio.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Los datos de periodicidad inferior a la anual proporcionados por los distintos países confirman, en líneas generales, las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea para el 2005. La ratio de déficit público de la zona del euro se mantiene prácticamente sin cambios, en relación con la del año anterior. Se estima que la orientación de la política fiscal está siendo ligeramente más restrictiva. La desfavorable evolución de las finanzas públicas observada en varios países se explica, sólo en parte, por una situación económica menos alentadora de lo previsto, e indica que no se están realizando esfuerzos suficientes por alcanzar los objetivos de saneamiento presupuestario. Los desequilibrios presupuestarios son motivo de especial preocupación en los cinco países que están actualmente sometidos a procedimientos de déficit excesivo. Las actuales perspectivas de las finanzas públicas sugieren que las ratios de déficit de la zona del euro en su conjunto y de varios de sus países miembros se situarán en un nivel cercano o superior al 3% del PIB también en el 2006, muy por encima de los objetivos establecidos en los programas de estabilidad. Los presupuestos para el 2006 deberían acelerar el ritmo de saneamiento, a fin de corregir los desequilibrios existentes en un plazo razonable. En este contexto, es importante reiterar la necesidad de una aplicación rigurosa y coherente del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado, con objeto de alcanzar la disciplina fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2005

La información más reciente facilitada por los Gobiernos de los distintos países acerca de la evolución de las finanzas públicas y de las medidas adoptadas carece de armonización, al existir diferencias en la cobertura y definición de los datos. Así pues, una evaluación de las perspectivas a corto plazo de las finanzas públicas en los países de la zona del euro sólo puede ser, en estos momentos, provisional. Los últimos datos presupuestarios armonizados de la zona del euro proceden de las previsiones publicadas por la Comisión Europea en la primavera del 2005 (presentadas en el Boletín Mensual de junio del 2005), así como de los indicadores estadísticos trimestrales del primer trimestre del año en curso (que figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual).

Los datos de periodicidad inferior a la anual relativos a los distintos países confirman, en general, las previsiones presupuestarias para el 2005. En particular, a este punto está claro que la mayoría de los países incumplirá los objetivos presupuestarios fijados en sus programas de estabilidad actualizados de finales del 2004, con fuertes desviaciones en algunos casos. Se prevé que varios países registren déficits públicos, que superarán o se situarán muy próximos al límite del 3% del PIB en cinco de ellos (Alemania, Grecia, Francia, Italia y Portugal). Cabe esperar que la ratio de déficit público de la zona del euro se mantenga aproximadamente en el 2,7% del PIB en el 2005, prácticamente sin cambios con respecto a la registrada en el 2004, en lugar de experimentar el descenso contemplado en los planes presupuestarios de los países miembros. Se considera que la orientación de la política fiscal será ligeramente más restrictiva en el 2005, en contraste con el saneamiento agregado previsto inicialmente.

Se espera que la ratio de deuda pública de la zona del euro continúe aumentando por tercer año consecutivo. De los siete países con una ratio de deuda superior al valor de referencia del 60%, el único en el que esta ratio se reducirá sensiblemente será Bélgica. En Italia, la ratio de deuda se elevará, tras haber registrado anteriormente una gradual tendencia a la baja. También aumentará en Portugal, probablemente de forma significativa, (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro», en el presente Boletín Mensual).

La desfavorable evolución presupuestaria es particularmente preocupante en el caso de países con un déficit excesivo. Tras la decisión del Consejo relativa a la existencia de un déficit excesivo en Italia, adoptada a finales de julio, y la recomendación de la Comisión de iniciar el procedimiento para Portu-

gal, formulada también en el mes de julio, el número de países actualmente sometidos a procedimientos de déficit excesivo se elevó a cinco (los otros tres países son Alemania, Grecia y Francia). Todos estos países están experimentando presiones presupuestarias que sitúan sus déficits por encima de los objetivos iniciales. Los factores que determinan las desviaciones presupuestarias emanan, en parte, de un entorno económico poco alentador, pero apuntan también a que no se están realizando esfuerzos suficientes por alcanzar los objetivos de saneamiento.

En Alemania, país en el que la estrategia de saneamiento se basa, en gran medida, en la restricción del gasto en todos los niveles del sector público, una posible desviación respecto del objetivo de déficit puede resultar, principalmente, de una reducción de los ingresos, como consecuencia de una evolución macroeconómica menos favorable de lo previsto inicialmente. Además, los pagos de prestaciones sociales podrían desbordar los objetivos presupuestarios. Las decisiones pendientes de Eurostat en relación con las medidas transitorias añaden incertidumbre al resultado presupuestario. Dado que el objetivo presupuestario de Alemania para el 2005 no dejaba prácticamente ningún margen de seguridad, esta evolución pone seriamente en riesgo la corrección del déficit excesivo en el presente año.

La estrategia fiscal general seguida por el Gobierno griego, que incluye la ley presupuestaria y las medidas adicionales adoptadas en marzo para cumplir las recomendaciones del Consejo, tiene por objeto reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB en el 2006, principalmente a través del control del gasto de capital y del consumo público. Sin embargo, existen indicios de desviaciones respecto de los objetivos presupuestarios, como consecuencia de unas proyecciones iniciales de crecimiento demasiado optimistas, de algunos desbordamientos del gasto (especialmente en los salarios públicos) y de menores ingresos (como resultado, principalmente, de una amnistía fiscal). Por otro lado, la agenda política no contempla medidas estructurales destinadas a hacer frente al problema del envejecimiento de la población.

En Francia, una estrategia fiscal minimalista se basa, fundamentalmente, en los ingresos extraordinarios procedentes de la integración de distintas obligaciones en materia de pensiones en el sistema general. El débil crecimiento y la disminución de los ingresos podrían poner en duda el cumplimiento del objetivo de déficit del 3% en el 2005. La evolución del gasto corriente constituye también un posible riesgo para el presupuesto, especialmente en lo que se refiere a la remuneración de los asalariados y a las prestaciones sociales, ya que el control de dicho gasto no ha resultado ser del todo efectivo en el pasado.

En primavera, el Gobierno italiano revisó drásticamente a la baja sus proyecciones presupuestarias, indicando que la ratio de déficit superaría el valor de referencia del 3% en el 2005. Esta revisión se realizó después de un fuerte ajuste a la baja de las proyecciones macroeconómicas, desde condiciones próximas a la tendencia a una situación de no crecimiento. Además, la estrategia fiscal consistente, básicamente, en la contención del gasto, no ha sido bastante eficaz, con posibles desbordamientos del gasto en sanidad. La rápida desaparición de los efectos de las medidas transitorias adoptadas en años anteriores contribuyó a acelerar el deterioro de la situación presupuestaria. Es motivo de preocupación la divergencia crónica entre el déficit efectivo y el déficit acumulado, que se materializa también en discrepancias entre el déficit nominal y el aumento del nivel de deuda. En lo que respecta al procedimiento de déficit excesivo, el Gobierno italiano se ha comprometido a ejecutar el presupuesto de forma rigurosa en lo que resta del 2005, y ha establecido el objetivo de corregir el déficit excesivo para el 2007.

En Portugal, la estrategia fiscal fijada por el Gobierno en la ley presupuestaria para el 2005 y en las medidas adicionales adoptadas en junio se centra, principalmente, en la contención del gasto, incluidas las remuneraciones de los funcionarios, y en algún aumento de los ingresos. El nuevo Gobierno inició en la primavera una importante revisión al alza del objetivo de déficit para el 2005, en comparación con

el programa de estabilidad inicial. Esta revisión se explica por unos datos de crecimiento mucho menos favorables y por el hecho de que el nuevo Gobierno decidió dejar de recurrir a las medidas transitorias que habían contribuido a contener los déficits en años anteriores. Se ha establecido como objetivo la reducción de la ratio de déficit por debajo del 3% del PIB para el 2008. Sin embargo, existe una considerable incertidumbre en torno al resultado de las medidas relativas a ingresos y gastos, y al control del gasto, que ha sido escasamente efectivo en el pasado.

En todos los países mencionados anteriormente, en lo que resta de año se precisará una prudente ejecución presupuestaria para hacer frente a los desequilibrios fiscales. Algunos de estos países han adoptado ya medidas presupuestarias adicionales (Grecia y Portugal). Francia ha anunciado que aplicará medidas adicionales, en caso de que sean necesarias, recurriendo posiblemente a medidas extraordinarias o a la congelación del gasto. Los Gobiernos deberían estar preparados para adoptar nuevas medidas para corregir situaciones presupuestarias preocupantes. En los países en los que está previsto celebrar elecciones en un próximo futuro, será especialmente necesario que los gobiernos no se desvíen de las actuaciones adecuadas por consideraciones políticas.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL 2006

La mayoría de los Estados miembros se encuentra actualmente elaborando sus proyectos de presupuestos para el año 2006. En el contexto de la zona del euro, las actuales perspectivas de las finanzas públicas sólo sugieren limitados avances hacia una mejora de la situación. Hasta el momento, parece que las ratios de déficit de la zona del euro y de varios países se mantendrán en un nivel cercano o superior al 3% del PIB también en el 2006. Aunque estas perspectivas reflejan el hecho de que las estrategias de saneamiento de algunos países no son todavía lo suficientemente ambiciosas, están orientadas, en general, en la dirección adecuada. Cabe congratularse de que varios países hayan comunicado su intención de efectuar un ajuste estructural por el lado del gasto, en lugar de contemplar subidas de impuestos. Además, países que han hecho en el pasado un extenso uso de medidas transitorias se proponen adoptar ahora medidas estructurales permanentes.

En este contexto, es importante reiterar la necesidad de una aplicación rigurosa y coherente del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado, con objeto de alcanzar la disciplina fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es fundamental que los países adopten las medidas necesarias para corregir los déficits excesivos, en cumplimiento de sus compromisos, y que realicen los avances requeridos hacia el objetivo a medio plazo de conseguir situaciones presupuestarias saneadas. Será preciso cumplir los compromisos de saneamiento y los procedimientos del Pacto con rapidez y de forma integral para mejorar de forma creíble la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la confianza de los inversores y de los consumidores en la economía (véase el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual de agosto del 2005).

Por lo que se refiere a los procedimientos de déficit excesivo en curso, Alemania y Francia deberán corregir sus déficits excesivos en el 2005 y Grecia habrá de hacerlo en el 2006, de acuerdo con las respectivas recomendaciones y decisiones del Consejo dirigidas a estos países. Los Gobiernos deben estar preparados para adoptar todas las medidas encaminadas a corregir sus déficits excesivos en los plazos establecidos para cada país. Si no lo hacen, de conformidad con lo dispuesto en el Pacto se valorará si es preciso pasar a la fase siguiente del procedimiento. El plazo del 2007 para la corrección del déficit excesivo de Italia y, especialmente, el plazo del 2008 propuesto para Portugal constituyen una aplicación muy generosa del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado. Los plazos se han ampliado en uno y dos años, respectivamente, después del «año de identificación» del déficit, debido a «circunstancias especiales». Es esencial que los dos países lleven a cabo una estrategia de reforma creíble, mediante la aplicación de medidas estructurales, a fin de lograr avances en materia de saneamiento, al menos al ritmo prometido.

Si bien el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reconoce explícitamente la posibilidad de ampliar los plazos para corregir los déficits excesivos, ello puede ser motivo de preocupación en relación con el riesgo moral. En primer lugar, la posibilidad de ampliar el plazo podría inducir a los países a adoptar medidas transitorias en lugar de medidas estructurales si, en una fase posterior, la eliminación de las medidas transitorias constituyese una razón que justificase la concesión de más tiempo para corregir un déficit excesivo. En segundo lugar, la ampliación de los plazos puede reducir la posibilidad de un cambio positivo en las finanzas públicas y en la confianza mediante una serie de reformas razonables e integrales. Esto es lo que se produce cuando la ampliación del plazo es demasiado generosa en relación con la gravedad de la situación o cuando no inspira confianza en un suficiente programa de reformas.

El saneamiento debería ser resultado de reformas fiscales estructurales más que de medidas transitorias y debería formar parte de un plan integral que fomente la confianza y el crecimiento. Ello es particularmente cierto para los países con un bajo nivel de crecimiento, asociado a reducidas perspectivas de inversión y de empleo, y a los efectos presupuestarios adversos del envejecimiento de la población. Estas políticas y reformas son fundamentales para alcanzar los objetivos de empleo y crecimiento de la estrategia de Lisboa, volver a colocar la ratio de deuda en una senda decreciente y contener la presión fiscal del envejecimiento de la población.

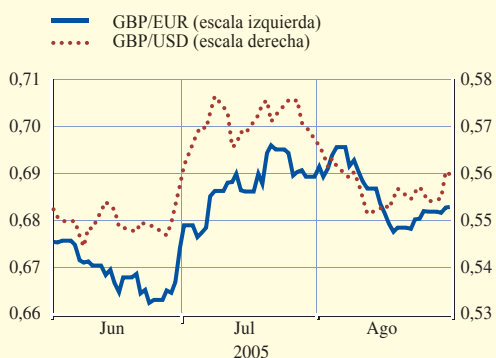
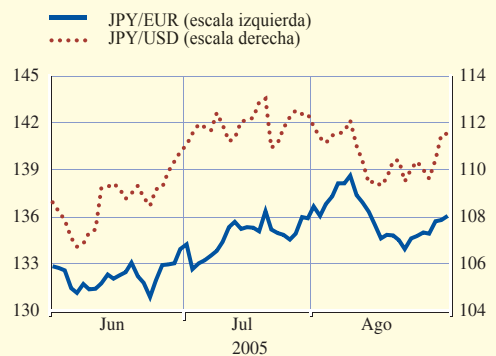
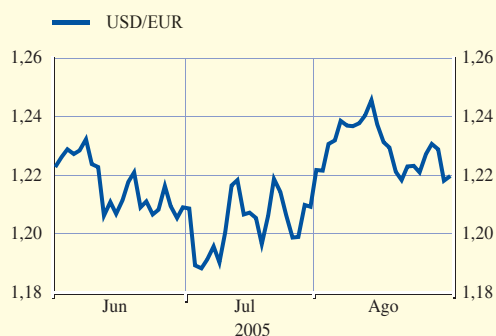
6 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

6.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras seguir una tendencia de apreciación gradual a partir de primeros de julio, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció a mediados de agosto para repuntar ligeramente hacia finales del mes. En comparación con los niveles registrados a finales de julio, el euro se mantuvo en general estable en agosto, depreciándose frente a la libra esterlina, el franco suizo y el dólar canadiense y fortaleciéndose frente al dólar estadounidense y varias monedas de Asia.

Gráfico 43 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

DOLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Como resultado de un período de clima favorable en los mercados, el euro se apreció notablemente frente al dólar estadounidense, desde unos 1,19 dólares por euro a primeros de julio a casi 1,25 dólares a mediados de agosto. No obstante, en la segunda quincena de agosto el dólar recuperó parte del terreno perdido frente a la moneda única. Este fortalecimiento de la moneda estadounidense podría reflejar en cierta medida una menor inquietud de los mercados respecto a la persistencia de los desequilibrios externos tras la publicación de los datos correspondientes a las inversiones de cartera en Estados Unidos en junio, según los cuales, se habían registrado unas entradas considerables. Al mismo tiempo, el aumento de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro sigue siendo un factor que favorece al dólar estadounidense. En este contexto, el euro se situó en 1,22 dólares el 31 de agosto de 2005, es decir, un 0,9% por encima del nivel observado a finales de julio y un 1,9% por debajo de la media del año 2004.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras apreciarse considerablemente en julio y en los primeros días de agosto, en los que cotizó casi a 139 yenes, el euro experimentó posteriormente una corrección a la baja frente a la moneda japonesa. Este fortalecimiento del yen fue relativamente generalizado y, en cierta medida, obedeció a la mejora de las perspectivas de la economía japonesa. Otro factor que contribuyó a la apreciación del yen fue la evidencia de fuertes inversiones de cartera extranjeras en valores de renta variable japoneses. Hacia finales de agosto, el yen volvió a depreciarse ligeramente frente al euro, cuando los mercados de divisas parecieron concentrar su atención en la dependencia relativamente mayor de la economía japonesa con respecto al petróleo. El 31 de agosto de 2005, el euro cotizaba a 136 yenes, es decir,

prácticamente sin variaciones en comparación con el nivel observado a finales de junio y un 1,2% por encima de la media del año 2004.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II las fluctuaciones fueron muy pequeñas en agosto. El euro experimentó una ligera depreciación frente a la libra chipriota (-0,2%), que cotiza ahora en torno a un 2,1% por encima de su paridad central. Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a la libra esterlina, perdiendo así parte del terreno ganado en el mes anterior. Tras la publicación de las actas de la reunión que celebró el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra los días 3 y 4 de agosto, los analistas de los mercados parecieron reconsiderar sus expectativas respecto a los tipos de interés a corto plazo. El 31 de agosto, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, es decir, un 0,9% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 0,6% por encima de la media del año 2004. Durante el período de referencia, el euro se depreció también frente a la corona checa (-1,9%), el zloty polaco (-1%) y la corona sueca (-0,7%), y se mantuvo en general estable frente a la corona eslovaca. En la primera parte de agosto, el forint húngaro se apreció progresivamente frente al euro. No obstante, esta tendencia se revirtió tras la decisión del Magyar Nemzeti Bank de reducir su tipo de interés oficial 50 puntos básicos el 22 de agosto. El 31 de agosto, el forint húngaro cotizaba a 244,5 unidades por euro, es decir, aproximadamente un 1,8% por debajo del límite superior de la banda de fluctuación de $\pm 15\%$ con respecto al euro.

OTRAS MONEDAS

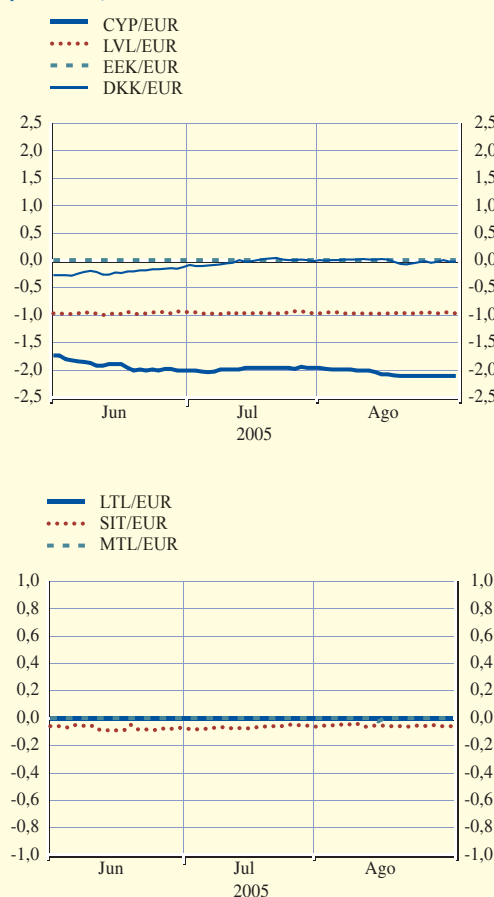
Por lo que respecta a otras monedas, el 31 de agosto el euro se había depreciado un 0,8% frente al franco suizo en comparación con el nivel observado a finales de julio. También cabe destacar durante el período considerado la depreciación del euro frente al dólar canadiense (-0,2%) y su apreciación frente al dólar australiano (2,8%) y varias monedas de Asia, en particular, el dólar de Singapur (2,4%) y el won coreano (2%). Desde la adopción del nuevo régimen cambiario, el renminbi chino sólo ha fluctuado ligeramente frente al dólar estadounidense. En el recuadro titulado «Reforma del régimen cambiario del renminbi» se presenta una descripción detallada de las medidas adoptadas en esta materia por las autoridades chinas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 31 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 mantenía en general sin variación en comparación con el nivel observado a finales de julio y un 1,8% por debajo de la media del año 2004

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

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

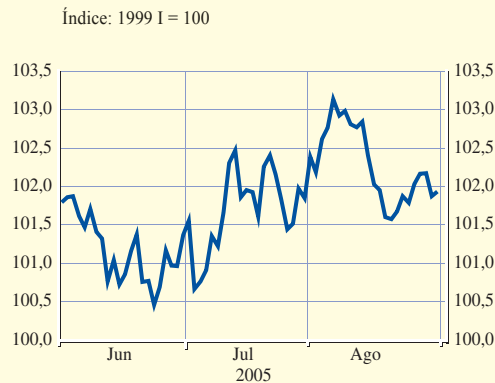


Fuente: BCE.

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

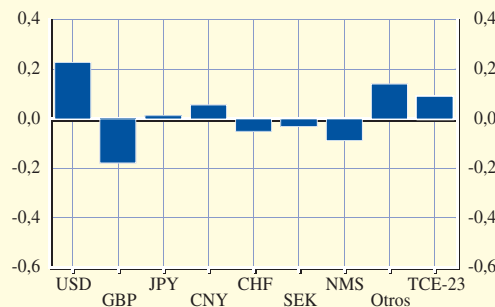
Gráfico 45 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾

29 julio 2005 - 31 agosto 2005
(en puntos porcentuales)



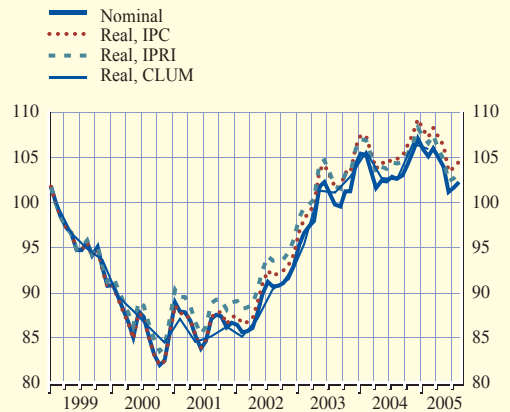
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 46 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-23 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto del 2005. En el caso de los TCE-23 reales basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden al primer trimestre del 2005.

(véase gráfico 45). La estabilidad general del euro en términos efectivos es atribuible principalmente al hecho de que su depreciación frente a la libra esterlina, el franco suizo y el dólar canadiense, se compensa con su apreciación frente al dólar estadounidense y varias monedas de Asia.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro, basados en diferentes índices de costes y precios, han seguido una evolución casi paralela a la del índice nominal (véase gráfico 46). En agosto del 2005, el índice de los tipos de cambio efectivos reales basados en la evolución de los precios de consumo se situó un 1,3% por debajo de su nivel medio del año 2004, mientras que la depreciación fue del 1,9% para el tipo de cambio real basado en la evolución de los precios industriales.

Recuadro 8

REFORMA DEL RÉGIMEN CAMBIARIO DEL RENMINBI

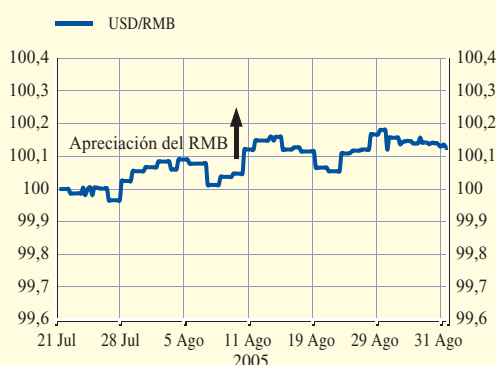
El 21 de julio de 2005 China revaluó su moneda frente al dólar estadounidense un 2% (de 8,2765 a 8,11 yuanes por dólar) e instauró un «régimen de tipo de cambio de flotación controlada, basado en la oferta y la demanda del mercado y con referencia a una cesta de monedas», según anunció el banco central de la República Popular China. Esta institución señaló que la gestión del tipo de cambio «con

referencia a» una cesta de monedas no significa que el renminbi vaya a estar vinculado efectivamente a dicha cesta. Aunque no se anunciaron las ponderaciones de la cesta de referencia, las monedas que la integran se seleccionaron basándose, principalmente, en la participación relativa de los socios comerciales de China en el comercio de bienes y servicios (las otras variables consideradas fueron los países de origen de la inversión directa extranjera que recibe China y la composición por monedas de la deuda china). Las monedas con ponderaciones más grandes en la cesta son el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y el won coreano. La cesta también incluye el dólar de Singapur, la libra esterlina, el ringgit malayo, el rublo ruso, el dólar australiano, el baht tailandés y el dólar canadiense.

El BCE considera positiva la reforma del régimen cambiario chino y espera que el nuevo régimen de tipo de cambio de flotación controlada contribuya a la estabilidad financiera mundial. Los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G7 también expresaron su satisfacción por este cambio. La comunidad internacional había considerado que un paso hacia una mayor flexibilidad cambiaria sería muy conveniente para el mejor funcionamiento de la economía mundial.

Gráfico A Evolución intradía del tipo de cambio del renminbi

(índice: 21 de julio de 2005 = 100)



Fuente: Bloomberg.

En el marco del nuevo régimen, el banco central anuncia el precio de cierre de las divisas cotizadas frente al renminbi en el mercado interbancario al final de cada día hábil. Este precio de cierre se utiliza como paridad central para las cotizaciones frente al renminbi al día siguiente. Como ocurría en el pasado, se permite la flotación de la cotización diaria del dólar estadounidense frente al renminbi dentro de una banda de $\pm 0,3\%$ en torno a la paridad central anunciada cada día por el banco central. En lo que respecta a las otras divisas, se permite una fluctuación diaria de $\pm 1,5\%$ respecto al renminbi, lo que representa una ligera ampliación en comparación con la banda anterior de $\pm 1\%$.

Desde el 21 de julio, las fluctuaciones observadas del renminbi frente al dólar estadounidense (véase gráfico A) se han mantenido dentro de las bandas establecidas. Hasta el momento, el principal resultado de la reforma ha sido una revaluación puntual frente a la moneda estadounidense seguida de un tipo de cambio fuertemente intervenido.

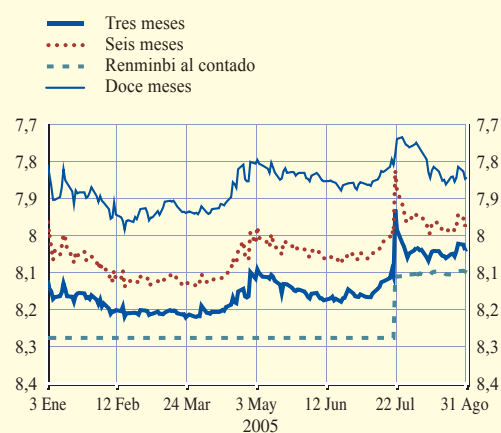
De cara al futuro, el nuevo régimen permite, en potencia, suficiente margen de maniobra para nuevas fluctuaciones inducidas por el mercado. De hecho, los participantes en el mercado continúan esperando una apreciación de la moneda china a un plazo de doce meses, tal y como lo confirman las tendencias del mercado extraterritorial en el que las expectativas de evolución del renminbi se negocian a través de contratos de operaciones a plazo no entregables (véase gráfico B).

Por lo que se refiere a las otras dos principales divisas asiáticas que estaban vinculadas formalmente al dólar estadounidense —el ringgit malayo y el dólar de Hong Kong— Malasia también abandonó la paridad fija con el dólar estadounidense el 21 de julio y adoptó un régimen de flotación controlada en el que el banco central vigilará la evolución del tipo de cambio frente a una cesta de monedas cuya composición no se ha anunciado. No obstante, el banco central indicó que la estabilidad cambiaria sigue siendo su principal objetivo de política monetaria y que la valoración actual del ringgit es compatible con las

variables fundamentales de la economía. El ringgit malayo, que había estado vinculado al dólar estadounidense al cambio de 3,8 unidades por dólar, sólo ha registrado una ligera apreciación desde la adopción del nuevo régimen.

En Hong Kong, el régimen cambiario no ha variado tras la reforma introducida por el banco central. La Autoridad Monetaria de Hong Kong había reforzado el régimen de convertibilidad (*currency board*), que data de hace 21 años, con una serie de medidas adoptadas el 18 de mayo de 2005, a fin de atenuar posibles presiones de los mercados para la revaluación de su moneda. Este enfoque parece estar funcionando bien, ya que las expectativas de una apreciación, reflejadas en el tipo de cambio a seis meses del dólar de Hong Kong, se enmarcan dentro de los límites que establece la banda de fluctuación.

Gráfico B Contratos de operaciones a plazo no entregables RMB/USD



Fuente: Bloomberg.

6.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de la balanza de pagos hasta junio del 2005 muestran un crecimiento sostenido de las exportaciones nominales de bienes y servicios en el segundo trimestre y un repunte bastante acusado de las importaciones, debido este último, probablemente, a una combinación de dos factores: el aumento de los precios de las importaciones (como resultado de la subida de los precios del petróleo) y un incremento de las importaciones en términos reales (sobre todo, de bienes de capi-

Cuadro 9 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

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

	2004	2004	2005	2005	2005	2005	Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	III	IV	I	II	May	Jun	2004 Jun	2005 Jun
Cuenta corriente	3,9	8,5	3,0	0,1	1,9	-2,5	47,3	15,5
Bienes	17,6	17,7	22,6	19,5	7,5	6,2	123,1	77,5
Exportaciones	282,0	285,9	288,4	298,7	101,0	100,1	1,077,5	1,155,1
Importaciones	264,4	268,2	265,8	279,2	93,5	93,9	954,4	1,077,6
Servicios	7,8	6,8	7,9	3,6	1,4	0,5	22,8	26,0
Exportaciones	89,7	89,5	92,9	87,2	28,8	30,0	339,8	359,4
Importaciones	82,0	82,8	85,0	83,6	27,4	29,5	317,0	333,4
Rentas	-6,2	-2,1	-8,6	-11,3	-2,7	-4,7	-41,5	-28,2
Transferencias corrientes	-15,3	-13,8	-19,0	-11,7	-4,3	-4,5	-57,2	-59,8
Cuenta financiera¹⁾	3,1	-25,4	34,4	36,9	36,3	18,4	1,3	49,0
Total inver. directas/de cartera (neto)	8,3	-16,9	-21,5	106,4	25,9	96,3	-72,8	76,4
Inversiones directas	1,1	-44,1	-24,1	-10,5	3,3	-8,9	-63,8	-77,6
Inversiones de cartera	7,2	27,3	2,6	116,8	22,7	105,1	-9,0	153,9
Acciones y participaciones	32,1	47,3	-12,4	44,7	21,6	61,5	-1,8	111,7
Valores distintos de acciones	-24,9	-20,0	15,0	72,2	1,0	43,6	-7,2	42,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Datos sin desestacionalizar. Un signo positivo (negativo) indica un flujo neto de entrada (salida).

tal). Desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses de la zona del euro se redujo a 15,5 mm de euros, en comparación con los 47,3 mm de euros registrados un año antes. En la cuenta financiera se ha producido un notable cambio de dirección de los flujos de capital. El agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de 76,4 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio del 2005, frente a las salidas netas registradas un año antes, por un importe casi equivalente.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

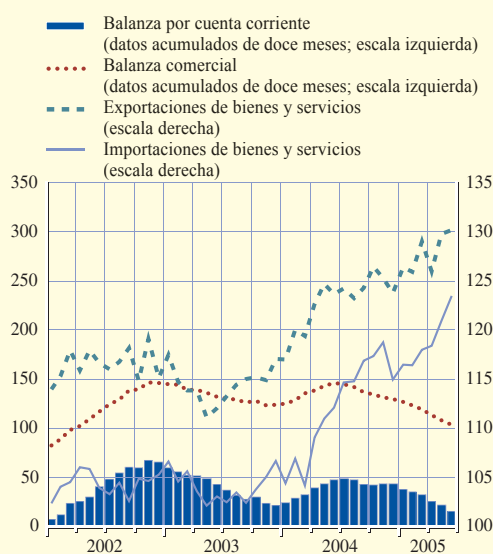
Las exportaciones nominales de bienes y servicios mantuvieron su tendencia al alza en el segundo trimestre del 2005, aumentando un 1,2% en comparación con el primer trimestre, como resultado de un acusado repunte de las exportaciones de bienes, que se incrementaron un 3,6%, tras la baja tasa de crecimiento (en torno a un 1%) registrada en el trimestre anterior, repunte que se contrarrestó en parte con una caída de las exportaciones de servicios (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, se produjo un cambio en la evolución de las importaciones de bienes y servicios, que crecieron un 3,4% en el segundo trimestre tras reducirse ligeramente en el primero. Una vez más, ello se debió a un fuerte aumento de las importaciones de bienes (un 5%) que vino acompañado de un descenso de las importaciones de servicios (véase gráfico 47).

Los datos provisionales facilitados por Eurostat respecto a la desagregación del comercio exterior en volúmenes y precios indican que, el sólido crecimiento de las exportaciones nominales de bienes en el segundo trimestre se debe tanto a su incremento en términos reales como al aumento de los precios de exportación, atribuible este último, al menos en parte, a los nuevos incrementos de los costes como consecuencia del acusado alza de los precios del petróleo durante este período. Tras una desaceleración a principios del año, el crecimiento de la demanda exterior fue más pronunciado en el segundo trimestre, especialmente en algunos mercados europeos no pertenecientes a la zona del euro, y ello parece explicar en buena medida la recuperación de las exportaciones reales de bienes. Además, la depreciación del euro podría haber contribuido a estimular la competitividad y las exportaciones de la zona del euro en el segundo trimestre y podría explicar, en parte, la perspectiva más optimista respecto a las exportaciones que parece desprenderse de los datos de la encuesta sobre carteras de pedidos exteriores de julio.

En lo que se refiere a las importaciones, una parte sustancial del sólido crecimiento de las importaciones nominales de bienes en el segundo trimestre refleja el aumento de los precios de importación, resultante principalmente de las pronunciadas alzas de los precios del petróleo en dólares estadounidenses, exacerbado por la depreciación del euro frente al dólar durante este período. No obstante, las importaciones en términos reales también parecen haberse recuperado tras el ligero descenso observado en el primer trimestre. Este descenso se debió, en su mayor parte, a la

Gráfico 47 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

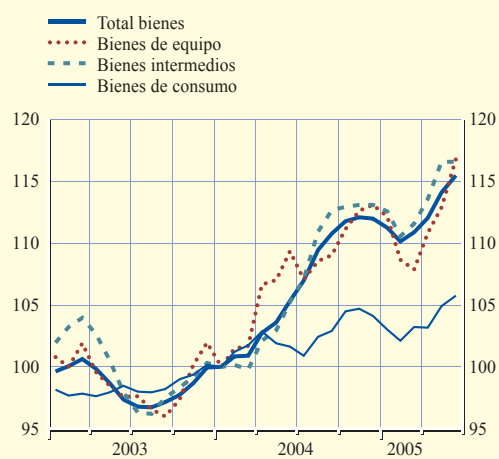
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 48 Valores nominales de las importaciones de algunos bienes procedentes de fuera de la zona del euro¹⁾

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a junio del 2005.

notable reducción de las importaciones reales de bienes de equipo que, en gran medida, tuvo su origen en la caída de los gastos de capital de la zona del euro (un componente de la demanda con uso muy intensivo de importaciones) en ese período. Los datos provisionales parecen indicar que la recuperación de las importaciones en el segundo trimestre podría obedecer, en parte, a un repunte de las importaciones reales de bienes de equipo. En el gráfico 48 se presentan las importaciones nominales por sectores, ya que se dispone de observaciones más recientes que en el caso de las importaciones reales, pero la evolución de ambas series debería ser similar. Al examinar la distribución geográfica se observa que, a juzgar por los datos disponibles para los dos primeros meses del segundo trimestre, el repunte de las importaciones podría deberse, en buena medida, al aumento de las importaciones de la zona del euro procedentes de Asia y de los nuevos Estados miembros de la UE.

Como consecuencia de todo lo anterior, el superávit de la zona del euro por concepto de bienes y servicios se redujo en el segundo trimestre del 2005 (hasta 23,1 mm de euros, frente a los 30,5 mm de euros registrados en el primer trimestre) como resultado del crecimiento más sólido de las importaciones. Ello se reflejó en parte en el superávit por cuenta corriente de la zona, que se redujo de 3 mm de euros hasta una posición de equilibrio en el segundo trimestre.

Desde una perspectiva de más largo plazo se observa que el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes se redujo en 45,6 mm de euros en junio del 2005 en comparación con un año antes, debido en gran medida al incremento de las exportaciones en términos nominales, resultante en parte del alza de los precios del petróleo. La reducción del superávit de la balanza de bienes sólo se compensó en parte con una disminución del déficit de la balanza de rentas (de 13,3 mm de euros), debido a que los ingresos aumentaron más que los pagos, mientras que los saldos acumulados por servicios y transferencias corrientes no experimentaron prácticamente variación alguna (el superávit de la balanza de servicios se incrementó ligeramente en 3,2 mm de euros y el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó 2,6 mm de euros). Como consecuencia de todo ello, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses de la zona del euro se redujo hasta 15,5 mm de euros, es decir, alrededor de un 0,2% del PIB, en comparación con los 47,3 mm de euros contabilizados un año antes.

CUENTA FINANCIERA

En el segundo trimestre del 2005, y a diferencia de los dos trimestres anteriores, la zona del euro registró fuertes entradas netas de capital por importe de 106 mm de euros en forma de inversiones directas y de cartera (véase cuadro 9).

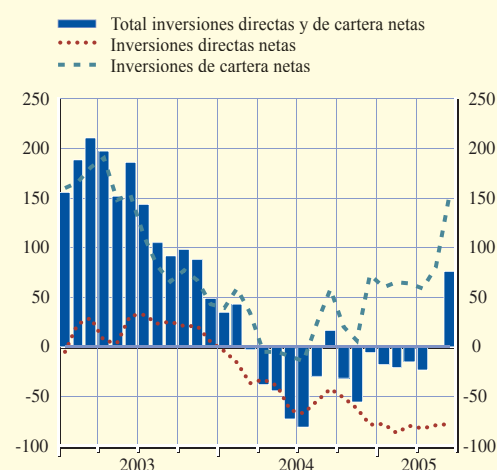
Esta evolución de los flujos financieros tuvo su origen en un acusado incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, que se materializaron en sendos aumentos de las inversiones (netas) en valores de renta variable y en valores distintos de acciones (57 mm de euros), básicamente, bonos y

obligaciones, en comparación con el trimestre anterior. Las cuantiosas compras netas de valores de la zona del euro (126 mm de euros) realizadas por no residentes en junio del 2005 influyeron significativamente en la evolución de las inversiones de cartera en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la zona del euro siguió registrando salidas netas de inversiones directas, aunque se ha observado una ligera desaceleración desde comienzos del año. El aumento de los beneficios de las empresas de la zona del euro, sobre todo en el segundo trimestre del 2005, podría haber atraído inversiones extranjeras en acciones y participaciones de la zona y respaldado las inversiones directas de la zona del euro en el exterior.

El agregado de inversiones directas y de cartera correspondientes a los doce meses transcurridos hasta junio del 2005 presenta una evolución similar. Las fuertes entradas netas de inversiones de cartera en el segundo trimestre del 2005 contribuyeron en gran medida al cambio de dirección de los flujos de capital, que pasaron de registrar salidas netas acumuladas por importe de 73 mm de euros en junio del 2004 a entradas netas por importe de 76 mm de euros un año después (véanse gráfico 49 y cuadro 9). Este cambio puede atribuirse, en gran parte, al pronunciado aumento de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de no residentes durante este período más largo. Al mismo tiempo, las inversiones directas registraron salidas netas que sólo compensaron parcialmente la evolución de las inversiones de cartera. Las inversiones directas en el exterior en forma de acciones y otras participaciones, realizadas por residentes en la zona del euro siguieron siendo el principal factor determinante de las salidas netas de capital observadas en la categoría de inversiones directas.

Gráfico 49 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.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	8,8	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 I	9,6	7,1	6,6	-	7,3	9,0	2,14	3,67
II	9,8	7,5	7,0	-	7,5	13,7	2,12	3,41
2005 Mar	9,3	7,1	6,5	6,6	7,5	11,7	2,14	3,76
Abr	9,2	7,4	6,8	6,9	7,4	13,3	2,14	3,57
May	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,6	2,13	3,41
Jun	10,9	8,1	7,6	7,6	8,0	14,6	2,11	3,25
Jul	11,1	8,3	7,9	.	8,2	.	2,12	3,32
Ago	.	.	.	.	.	.	2,13	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	2,1	2,0	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	0,8	8,8
2005 I	2,0	4,1	3,1	1,3	0,8	81,6	0,8	8,8
II	2,0	3,9	.	1,1	0,5	81,2	.	8,8
2005 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	-	-	0,0	-	-	8,7
Jun	2,1	4,0	-	-	0,4	-	-	8,7
Jul	2,2	.	-	-	.	81,2	-	.
Ago	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,9	1,2439
2004 III	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
IV	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 I	2,0	14,5	-24,1	2,6	284,9	105,7	107,9	1,3113
II	-11,2	19,4	-10,5	116,8	302,2	103,4	105,7	1,2594
2005 Mar	3,8	7,9	-15,1	-2,5	284,9	106,0	108,3	1,3201
Abr	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,3	1,2938
May	-1,3	6,9	3,3	22,7	291,7	104,0	106,3	1,2694
Jun	-0,2	8,2	-8,9	105,1	302,2	101,2	103,4	1,2165
Jul	.	.	.	.	296,2	101,7	103,9	1,2037
Ago	.	.	.	.	.	102,3	104,5	1,2292

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 5 Ago	2005 12 Ago	2005 19 Ago	2005 26 Ago
Oro y derechos en oro	137.991	137.874	137.829	137.829
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	160.442	159.282	159.890	159.500
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	21.543	21.626	21.626	21.601
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	9.509	9.525	9.570	9.548
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	404.001	398.004	393.030	400.031
Operaciones principales de financiación	313.999	308.000	303.001	310.002
Operaciones de financiación a plazo más largo	89.998	89.998	89.998	89.998
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	3	5	4	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	27	31
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.083	2.759	3.302	3.221
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	85.928	86.480	86.274	87.582
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.752	40.752	40.753	40.750
Otros activos	131.616	131.455	131.832	132.208
Total activo	994.865	987.757	984.106	992.270

2. Pasivo

	2005 5 Ago	2005 12 Ago	2005 19 Ago	2005 26 Ago
Billetes en circulación	537.527	536.802	532.474	527.710
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	152.387	150.852	149.494	150.358
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	152.355	150.831	149.480	150.331
Facilidad de depósito	31	21	14	27
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	0	0	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	127	127	127	127
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	71.192	67.914	68.533	80.399
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10.169	10.164	10.259	10.304
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	270	348	380	224
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.899	7.719	8.095	7.980
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.896	5.896	5.896	5.896
Otros pasivos	57.813	57.349	58.261	58.684
Cuentas de revalorización	92.292	92.292	92.292	92.292
Capital y reservas	58.293	58.294	58.295	58.296
Total pasivo	994.865	987.757	984.106	992.270

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 27 Abr	329.984	351	280.500	2,00	2,05	2,05	7
4 May	339.182	301	273.000	2,00	2,05	2,05	7
11	349.569	325	267.500	2,00	2,05	2,05	7
18	358.949	342	272.500	2,00	2,05	2,05	7
25	376.920	351	271.000	2,00	2,05	2,05	7
1 Jun	369.397	337	281.500	2,00	2,05	2,06	7
8	3 65.346	316	279.000	2,00	2,05	2,05	7
15	372.104	340	283.500	2,00	2,05	2,05	7
22	378.472	364	310.000	2,00	2,05	2,05	7
29	353.941	343	308.000	2,00	2,05	2,06	7
6 Jul	389.743	336	307.500	2,00	2,05	2,05	7
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
10	432.277	345	308.000	2,00	2,05	2,05	7
17	445.746	354	303.000	2,00	2,05	2,06	7
24	474.374	367	310.000	2,00	2,05	2,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 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
1 Sep	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 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
9 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	500	1	500	2,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

1) Los dat□

2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.

3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subas□

4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005 I	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1	
2005 Abr	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1	
May	13.224,8	6.988,9	494,8	1.616,4	1.069,5	3.055,3	
Jun	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9	

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
II	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
2005 12 Jul	147,2	147,9	0,7	0,0	2,05
9 Ago	149,2	149,8	0,6	0,0	2,05
6 Sep	149,7	.	.	.	.

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											
	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	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	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
9 Ago	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 I	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
2005 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	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	315,2	13,3	195,8
Jul ^(p)	1.353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	309,2	13,3	197,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,9	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 I	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
2005 Abr	22.483,9	13.229,4	811,3	7.720,1	4.698,0	3.340,8	1.372,3	491,8	1.476,7	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	497,3	1.476,7	75,7	1.045,8	3.352,6	157,1	1.398,7
Jun	22.774,9	13.251,8	808,6	7.917,6	4.525,6	3.390,0	1.382,5	506,4	1.501,1	75,3	1.000,7	3.398,3	163,5	1.495,3
Jul ^(p)	22.899,8	13.321,3	808,8	7.974,6	4.537,9	3.394,6	1.378,8	504,8	1.511,0	75,3	1.026,3	3.441,6	164,6	1.476,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 I	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
2005 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	1.353,6	540,8	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
Jul ^(p)	1.353,4	550,6	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
IFM, excluido el Eurosistema											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,9	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 I	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
2005 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	1.845,5
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	22.774,9	0,0	11.847,0	134,9	6.921,1	4.791,0	696,4	3.762,4	1.266,1	3.226,4	1.976,6
Jul ^(p)	22.899,8	0,0	11.892,7	144,1	6.947,7	4.800,9	710,5	3.773,3	1.302,7	3.261,7	1.958,9

Fuente: BCE.

1) Importes emitidos por residentes en la ☐

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.720,4	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 I	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
2005 Abr	16.564,9	8.553,5	832,8	7.720,7	2.018,8	1.525,4	493,4	740,4	3.598,0	169,6	1.484,7
May	16.751,9	8.615,5	830,7	7.784,9	2.024,7	1.525,6	499,1	739,4	3.656,7	170,3	1.545,3
Jun	17.050,3	8.747,9	829,7	7.918,2	2.049,7	1.541,4	508,3	715,6	3.713,4	176,8	1.646,8
Jul ^(p)	17.127,1	8.805,2	830,0	7.975,2	2.044,9	1.538,4	506,5	719,1	3.750,8	177,9	1.629,2
Operaciones											
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 I	447,8	105,6	-6,5	112,2	82,5	66,1	16,4	15,5	185,3	-4,1	62,9
2005 Abr	290,5	56,1	4,6	51,4	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,0
May	106,0	56,9	-2,4	59,3	1,0	-3,8	4,7	-4,1	-6,9	0,7	58,5
Jun	141,9	88,9	-1,2	90,1	15,2	6,4	8,8	-26,9	17,4	0,5	46,7
Jul ^(p)	90,8	61,1	0,3	60,7	-3,5	-1,3	-2,2	2,5	48,1	1,1	-18,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.720,4	468,4	162,4	6.656,8	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.843,0	34,0
2005 I	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
2005 Abr	16.564,9	481,1	180,9	6.775,5	627,8	2.176,8	1.063,5	3.224,7	2.019,1	15,5
May	16.751,9	485,8	173,5	6.825,2	634,8	2.203,7	1.076,1	3.310,2	2.054,5	-12,0
Jun	17.050,3	496,6	211,3	6.939,8	621,1	2.245,8	1.140,5	3.250,8	2.157,1	-12,7
Jul ^(p)	17.127,1	506,4	212,5	6.961,5	635,2	2.247,4	1.151,1	3.285,6	2.141,0	-13,6
Operaciones										
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 I	447,8	3,4	25,0	57,0	9,9	65,3	13,1	211,7	107,3	-44,8
2005 Abr	290,5	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,2	-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	141,9	10,7	37,8	74,9	-14,8	39,5	32,2	-80,5	45,4	-3,3
Jul ^(p)	90,8	9,9	1,2	25,4	14,0	3,9	14,2	41,4	-20,6	1,4

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

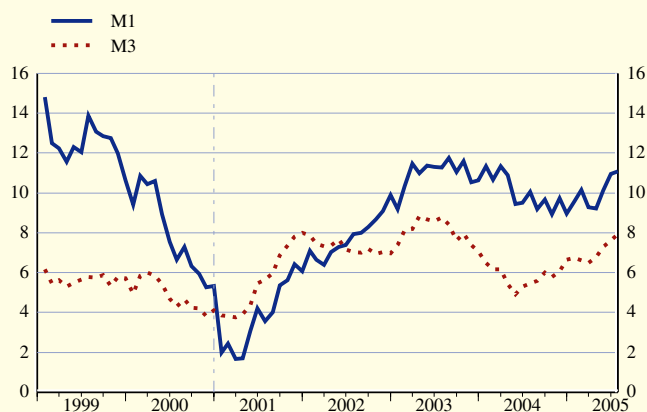
(mm de euros y tasas de crecimiento interanua)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos	9		10
Saldos vivos												
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	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 I	3.007,2	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,6	-	4.579,5	2.328,5	8.827,5	7.670,2	383,3	
2005 Abr	3.024,0	2.694,8	5.718,8	956,5	6.675,3	-	4.611,1	2.352,6	8.911,0	7.704,4	406,2	
May	3.050,4	2.702,2	5.752,7	972,2	6.724,8	-	4.656,0	2.338,7	8.976,4	7.768,5	367,2	
Jun	3.258,3	2.558,7	5.816,9	980,9	6.797,8	-	4.807,1	2.352,4	9.108,7	7.892,0	461,0	
Jul ^(p)	3.300,7	2.573,1	5.873,7	996,5	6.870,2	-	4.816,1	2.364,6	9.194,6	7.963,0	468,5	
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 I	91,8	8,2	100,0	-21,3	78,7	-	107,2	25,3	133,9	117,6	7,3	
2005 Abr	16,4	18,9	35,3	11,7	47,1	-	26,0	21,0	85,0	34,9	19,9	
May	23,6	4,4	28,0	15,9	43,9	-	23,9	-18,1	56,5	59,2	-51,1	
Jun	46,7	15,3	61,9	8,7	70,6	-	81,0	4,2	85,7	80,5	75,6	
Jul ^(p)	42,9	14,9	57,7	16,2	73,9	-	16,9	13,9	88,3	74,7	11,7	
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 Mar	9,3	4,8	7,1	2,7	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	94,1	
2005 Abr	9,2	5,3	7,4	3,3	6,8	6,9	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	10,9	5,1	8,1	5,0	7,6	7,6	9,7	1,1	8,1	8,0	155,4	
Jul ^(p)	11,1	5,3	8,3	5,9	7,9	.	9,5	1,0	8,4	8,2	163,2	

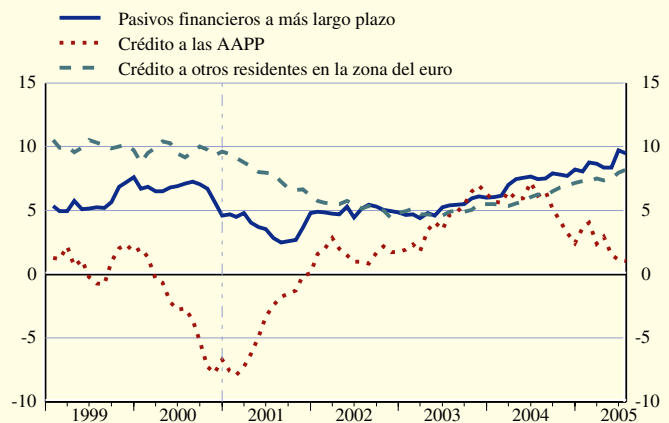
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanua; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanua; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 1) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3: véase el Glosario).
- 2) En la sección «Tas».

2.3 Estadísticas monetarias

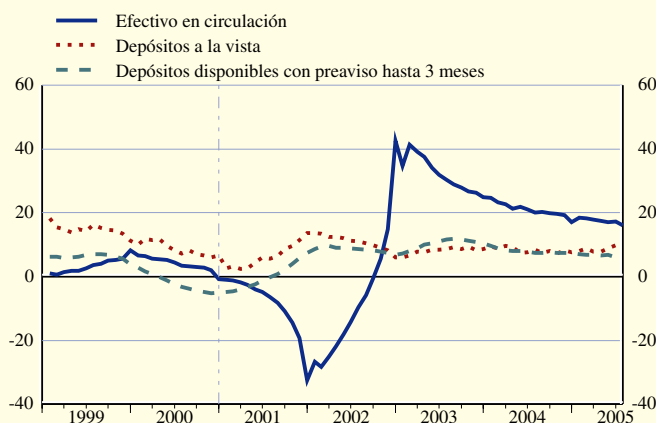
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; d □)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	240,3	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 I	477,6	2.529,7	1.019,3	1.656,1	225,8	613,2	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
2005 Abr	481,5	2.542,5	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	121,0	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	113,5	2.085,9	91,4	1.396,1	1.082,6
Jun	493,7	2.764,5	1.040,2	1.518,5	239,5	622,7	118,8	2.125,2	91,6	1.448,6	1.141,7
Jul ^(p)	494,7	2.806,0	1.046,2	1.526,9	243,1	632,5	120,9	2.122,4	90,8	1.452,3	1.150,6
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 I	24,9	66,9	-13,2	21,4	-14,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,1
2005 Abr	4,0	12,4	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	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	6,8	39,9	13,0	2,3	8,2	-5,8	6,4	35,7	-0,5	18,9	26,9
Jul ^(p)	1,0	41,9	6,4	8,4	3,6	9,6	2,9	-1,4	-0,8	6,6	12,5
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 Mar	17,8	7,8	1,7	6,8	3,7	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 Abr	17,5	7,8	3,3	6,6	-0,1	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
May	17,0	8,9	1,9	6,7	8,0	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
Jun	17,2	9,8	3,4	6,1	9,8	2,2	10,8	11,8	1,4	8,8	7,6
Jul ^(p)	16,0	10,2	4,1	6,0	6,7	3,9	16,0	11,0	0,3	8,6	8,4

C3 Componentes de los agregados monetarios

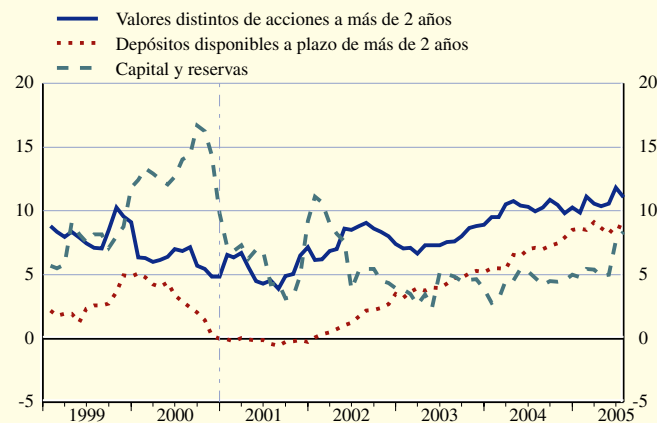
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

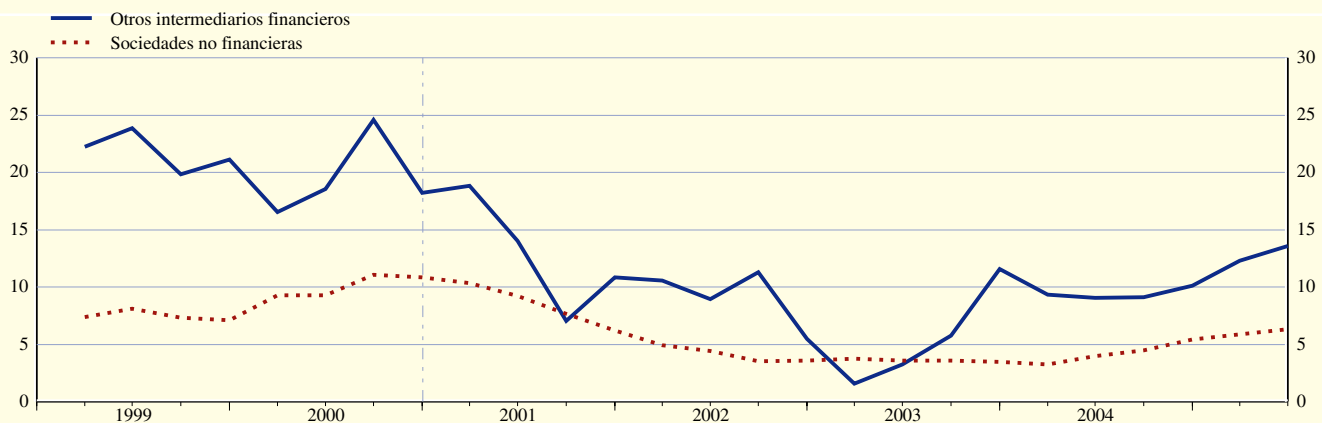
(mm de euro)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 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 I	58,2	39,7	560,1	350,0	3.190,7	985,0	554,7	1.650,9
2005 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	63,9	44,2	579,5	360,7	3.283,0	1.025,1	565,6	1.692,3
Jul ^(p)	63,9	43,7	581,0	356,5	3.308,7	1.023,1	574,5	1.711,1
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	50,5	26,2	163,9	24,2	31,2	108,5
2005 I	8,6	7,9	10,2	13,7	37,2	7,9	7,8	21,5
2005 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	1,8	1,3	10,8	8,3	32,4	16,3	1,1	14,9
Jul ^(p)	0,0	-0,5	2,1	-3,8	27,5	-1,1	8,8	19,8
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 Mar	23,7	21,8	12,3	17,0	5,9	3,9	6,6	6,9
2005 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	17,7	10,6	13,6	18,0	6,3	4,7	6,5	7,3
Jul ^(p)	11,6	3,9	15,0	18,3	6,9	4,9	7,4	7,9

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

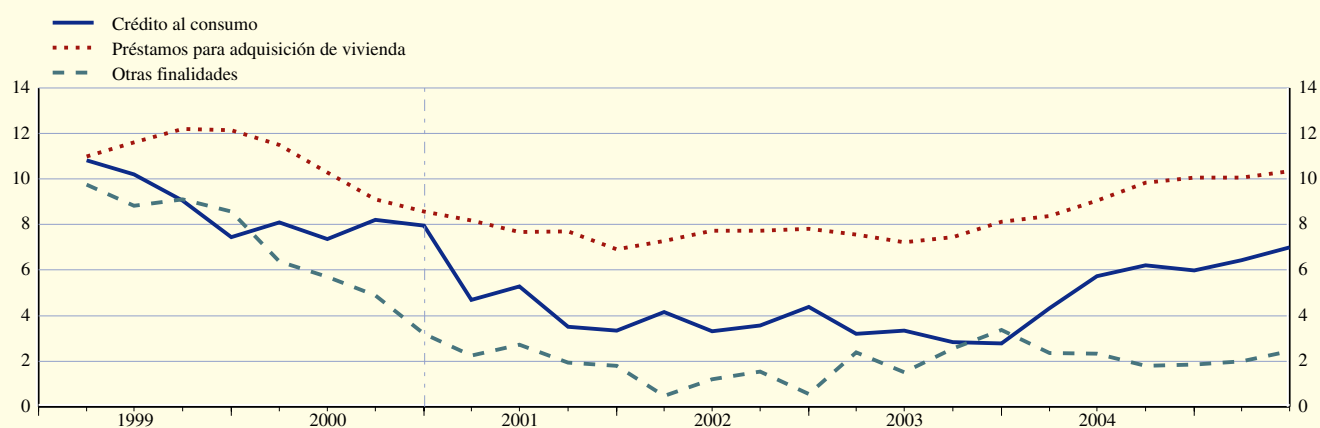
(mm de euro)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,5	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,0	99,3	458,2
2005 I	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
2005 Abr	3.887,7	522,9	119,8	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,5	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	3.991,1	537,7	125,2	196,9	215,5	2.736,4	14,5	65,7	2.656,2	717,0	149,7	101,1	466,2
Jul ^(p)	4.021,1	538,3	122,4	198,4	217,4	2.769,6	14,6	66,3	2.688,7	713,2	145,1	101,2	466,8
Operaciones													
2003	211,7	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004	278,5	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 I	56,1	4,4	-0,3	1,6	3,0	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,5	1,3
2005 Abr	26,3	4,2	-0,3	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,6	-1,7	0,1	2,2
May	30,8	4,8	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,3
Jun	45,2	8,4	4,1	2,0	2,3	28,6	0,3	0,8	27,5	8,3	6,9	-0,2	1,6
Jul ^(p)	31,2	1,2	-2,5	1,6	2,1	33,3	0,0	0,5	32,8	-3,4	-4,4	0,2	0,8
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,8	7,0	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,1	2,6
2005 Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,4	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
2005 Abr	8,0	6,4	6,6	4,7	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,2	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	8,4	7,0	7,7	5,6	7,9	10,4	2,4	4,0	10,6	2,4	3,5	0,7	2,5
Jul ^(p)	8,4	6,8	6,7	5,6	8,0	10,5	3,7	4,1	10,7	2,1	2,9	1,0	2,1

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

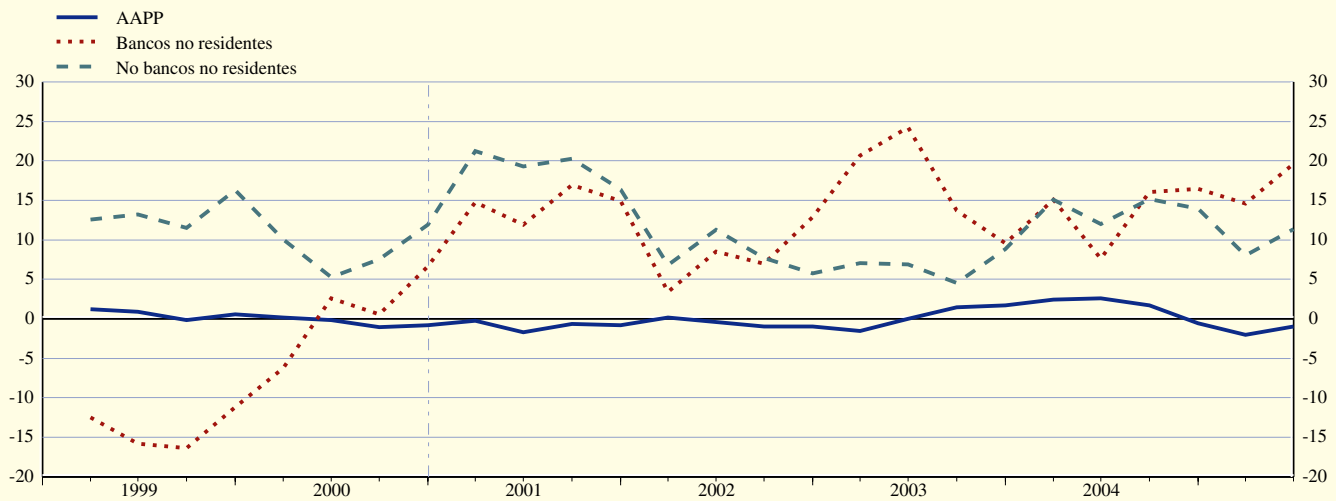
(mm de euro)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	812,4	130,6	252,3	405,6	23,8	1.974,6	1.342,2	632,4	61,3	571,1
2005 I	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	61,9	610,7
II ^(p)	808,6	125,3	247,8	412,3	23,3	2.291,8	1.579,6	712,2	63,5	648,7
Operaciones										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-4,8	3,1	-13,9	17,2	-11,2	275,5	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-6,6	-1,6	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,6
II ^(p)	1,4	-4,4	-0,5	5,5	0,7	93,2	78,3	14,9	1,6	13,3
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,6	2,4	-5,2	4,4	-32,0	15,6	16,4	13,9	3,0	15,2
2005 Mar	-2,0	-2,8	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun ^(p)	-1,0	-1,4	-2,5	5,2	-46,8	17,0	19,7	11,3	4,4	12,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

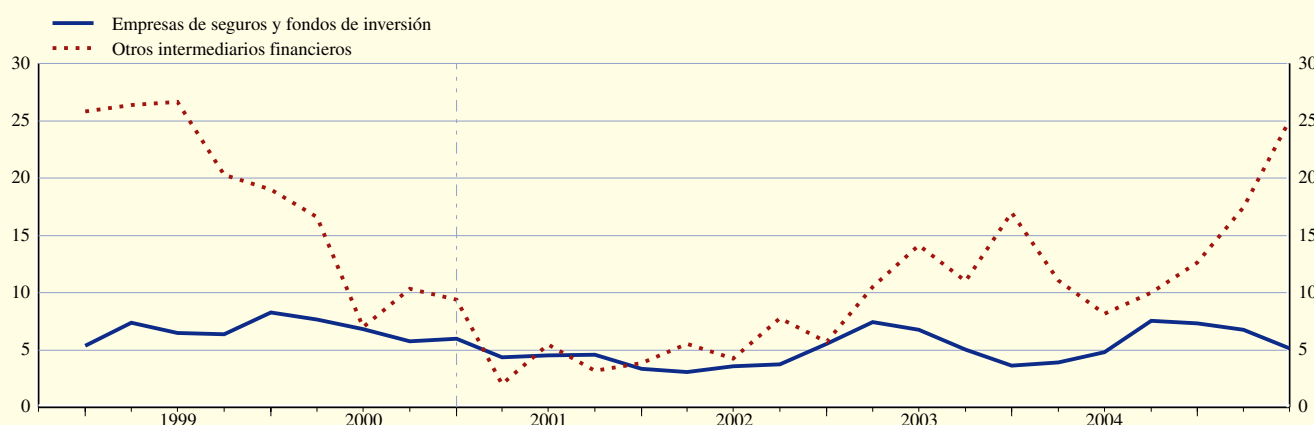
(mm de euro)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	637,5	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	120,7
2005 I	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
2005 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	728,8	216,5	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
Jun	596,1	61,6	48,5	462,9	1,1	1,6	20,5	790,1	225,5	148,5	264,5	11,1	0,1	140,4
Jul ^(p)	604,1	64,3	52,0	465,1	1,1	1,6	20,1	795,7	221,6	155,2	266,8	11,6	0,1	140,3
Operaciones														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	71,9	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,4
2005 I	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	47,9	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	7,8
2005 Abr	5,6	-0,1	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	10,1	-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	-6,4	-4,1	-2,0	1,0	0,0	0,0	-1,2	23,3	7,3	0,4	15,0	-0,2	0,0	0,8
Jul ^(p)	8,1	2,7	3,6	2,2	-0,1	0,0	-0,4	8,8	-3,7	6,9	5,2	0,5	0,0	-0,2
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	16,7
2005 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
2005 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	9,0	44,2	60,3	-	17,1
Jun	5,1	2,5	15,7	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,0	15,9	13,8	48,2	50,1	-	19,9
Jul ^(p)	6,2	15,0	13,6	5,0	13,9	32,3	-8,3	26,7	18,7	18,3	47,0	56,5	-	18,3

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 IFM¹⁾

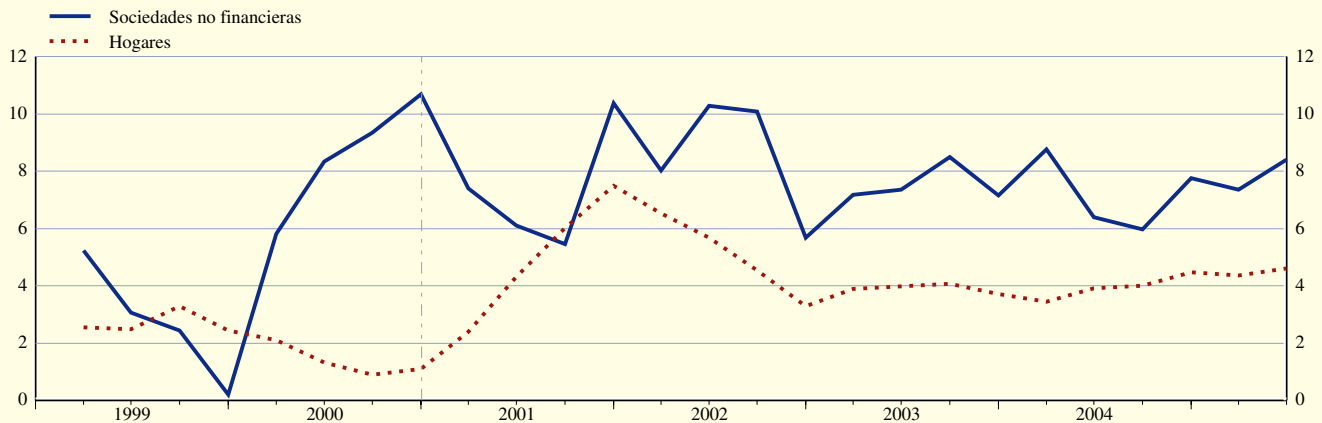
(mm de euro)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 I	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
2005 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	1.136,2	723,3	275,9	71,6	41,6	1,5	22,2	4.245,3	1.629,3	510,9	630,6	1.336,1	87,2	51,2
Jul ^(p)	1.135,9	720,1	280,1	70,6	42,2	1,4	21,5	4.264,0	1.642,3	513,1	629,3	1.339,3	86,4	53,6
Operaciones														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,8
2005 I	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,8	5,4	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
2005 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	22,7	27,0	-7,4	3,0	-0,4	-0,1	0,6	29,7	32,2	-4,1	-0,1	3,3	-0,5	-1,0
Jul ^(p)	0,1	-3,0	4,3	-1,0	0,6	-0,2	-0,8	18,9	13,1	2,3	-1,3	3,2	-0,8	2,5
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 Dic	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Mar	7,4	9,3	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
2005 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	8,4	10,8	5,0	2,9	14,9	-5,8	-12,9	4,6	7,8	-1,4	2,8	4,8	1,2	1,5
Jul ^(p)	8,5	11,8	4,6	0,9	14,9	-17,5	-19,0	4,7	8,2	-0,8	2,5	4,6	0,1	2,0

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

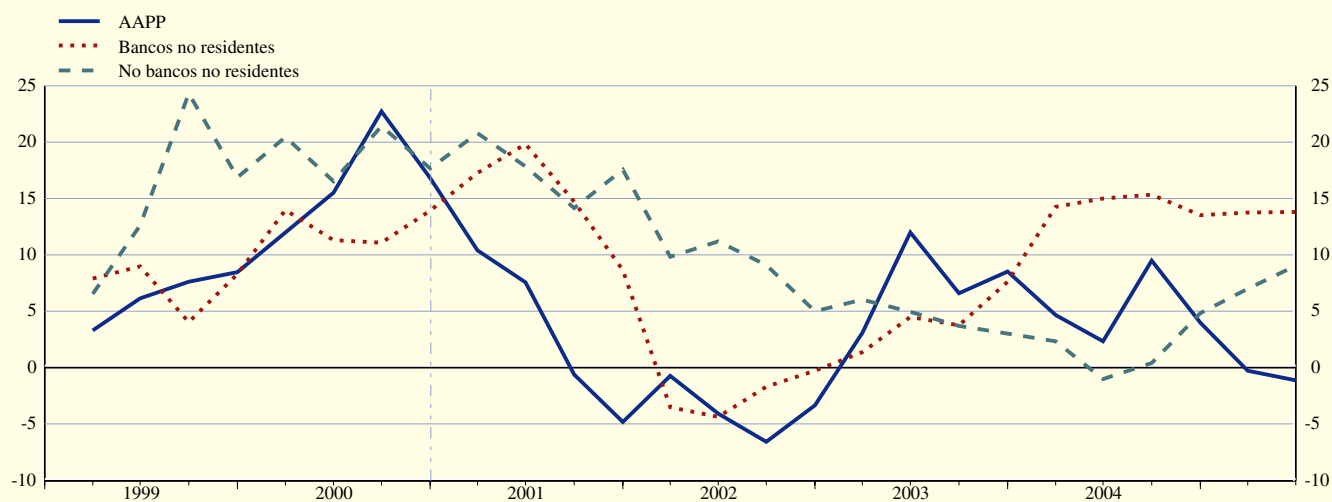
(mm de euro)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II ^(p)	288,4	134,9	35,3	69,8	48,4	2.783,0	2.039,0	744,0	117,2	626,9
Operaciones										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 I	-12,2	-11,4	2,8	-2,0	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
II ^(p)	18,5	8,6	1,9	2,2	5,7	40,3	47,6	-7,2	11,8	-19,0
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Dic	4,0	2,1	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Jun ^(p)	-1,1	-13,9	20,1	8,3	16,9	12,5	13,8	9,1	14,4	8,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

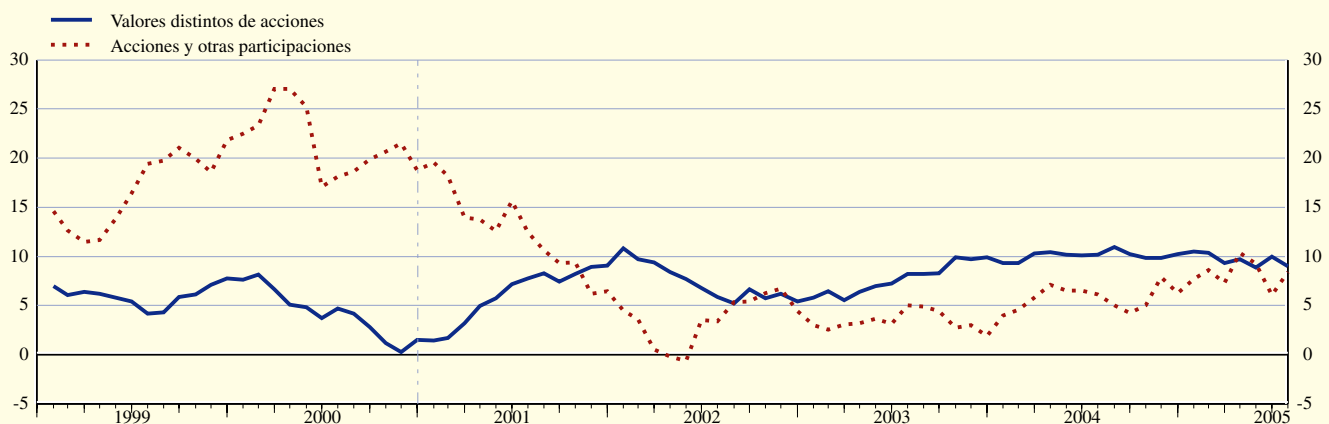
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(mm de euro)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 I	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
2005 Abr	4.160,0	1.411,7	65,0	1.354,4	17,9	474,2	17,7	819,2	1.281,7	312,3	731,1	238,3
May	4.198,8	1.409,6	67,2	1.351,1	18,1	478,0	19,3	855,5	1.283,0	315,9	729,9	237,2
Jun	4.260,9	1.435,1	66,0	1.366,8	15,8	486,0	20,4	871,0	1.234,7	294,8	705,9	234,0
Jul ^(p)	4.267,1	1.444,2	66,7	1.362,7	16,1	485,0	19,7	872,5	1.266,9	317,2	709,1	240,5
Operaciones												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,5	148,1	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 I	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,6	56,9	9,4	16,0	31,6
2005 Abr	60,5	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,2	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
May	16,6	-2,0	0,5	-6,2	-0,4	3,5	1,0	20,2	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
Jun	43,6	24,6	-1,9	7,1	-2,6	7,9	0,8	7,8	-46,5	-15,1	-26,9	-4,5
Jul ^(p)	7,9	7,5	1,3	-3,1	0,6	-1,5	-0,5	3,6	25,9	18,0	2,6	5,3
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,2	-4,6	19,2	7,3	1,9	4,0	26,4
2005 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	10,0	11,3	5,3	1,3	-10,0	12,2	12,7	23,6	6,1	1,1	6,8	10,9
Jul ^(p)	9,0	10,4	8,5	1,4	-5,5	11,7	15,9	19,2	8,4	8,1	8,6	8,4

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

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

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 I	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
2005 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	-1,8	-1,0	-0,1	-0,8	-0,1	0,0	-0,1
Jul ^(p)	-1,1	-0,6	-0,1	-0,4	-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 I	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
2005 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	7,7	2,0	0,1	2,8	0,1	0,6	0,0	2,1	5,3	1,1	2,8	1,4
Jul ^(p)	1,0	1,2	0,0	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,6	4,9	1,5	2,2	1,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.708,0	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	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.833,0	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
II ^(p)	4.791,0	90,8	9,2	5,5	0,5	1,4	1,1	7.056,0	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2003	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 I	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
II ^(p)	2.039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,0	52,3	47,7	30,9	1,5	2,2	9,9

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

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II ^(p)	3.943,5	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi□

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.456,5	-	-	-	-	-	8.369,8	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I	4.575,3	-	-	-	-	-	8.476,0	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II ^(p)	4.525,6	-	-	-	-	-	8.726,1	96,4	3,6	1,7	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0	
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2	
2005 I	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1	
II ^(p)	1.579,6	49,5	50,5	31,1	3,8	2,2	8,8	40,5	59,5	43,3	1,1	4,4	7,3	

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona de euro														
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 I	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
II ^(p)	1.501,1	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.888,9	98,1	1,9	1,0	0,4	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
II ^(p)	395,6	47,0	53,0	30,9	0,9	0,5	17,9	475,4	41,4	58,6	34,0	7,4	0,8	10,0

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no resi □

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

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

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

1. Activo

	Total 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 ^(p)	3.708,7	265,5	1.560,5	72,8	1.487,7	1.222,8	315,9	151,1	193,0

2. Pasivo

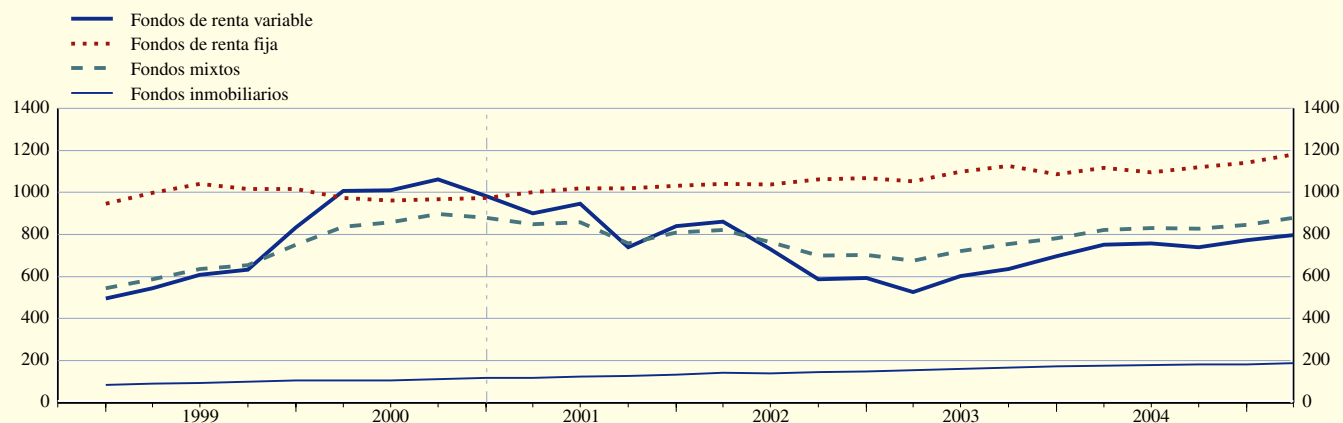
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2003 IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 I ^(p)	3.708,7	56,0	3.478,4	174,4

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 ^(p)	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 mone

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2003 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 ^(p)	797,1	31,2	33,9	3,7	30,3	674,9	28,9	-	28,2
Fondos de renta fija									
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 ^(p)	1.179,4	90,3	964,0	41,3	922,7	36,4	26,0	-	62,6
Fondos mixtos									
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 ^(p)	879,5	55,9	358,5	20,8	337,7	290,3	124,1	0,1	50,6
Fondos inmobiliarios									
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 ^(p)	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
Fondos abiertos al público							
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 ^(p)	2.758,1	223,5	1.045,0	979,2	240,2	130,7	139,5
Fondos de inversores especiales							
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 ^(p)	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
	Total	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003 IV	15.702,8	5.929,4	397,9	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,6	348,0
2004 I	15.917,9	5.963,4	399,6	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,4	397,6
II	16.202,2	6.102,8	423,0	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,2	398,0
III	16.294,9	6.130,8	438,0	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	204,4	395,3
IV	16.652,8	6.289,8	468,4	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,0	385,3
2005 I	16.941,5	6.314,7	471,8	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	222,2	-
Operaciones											
2003 IV	166,2	130,9	33,1	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 I	151,8	31,6	1,7	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,1
II	293,1	141,7	23,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	-0,1
III	123,9	32,4	15,1	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,4
IV	165,7	167,7	30,4	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	1,5
2005 I	177,0	24,4	3,4	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	-
Tasas de crecimiento											
2003 IV	4,8	5,8	23,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	24,9
2004 I	4,5	5,5	22,3	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	25,9
II	4,9	5,5	20,7	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9
III	4,8	5,8	20,1	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,3
IV	4,7	6,3	17,7	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	13,5
2005 I	4,8	6,1	18,1	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	-
Valores distintos de acciones											
Acciones²⁾											
Reservas técnicas de seguro											
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Saldos vivos											
2003 IV	1.904,9	191,0	1.713,9	3.932,1	2.036,3	1.895,8	406,6	3.936,3	3.561,1	375,2	
2004 I	1.923,8	198,8	1.725,0	4.020,8	2.070,1	1.950,7	420,9	4.009,8	3.624,7	385,1	
II	1.955,2	215,5	1.739,7	4.068,1	2.125,5	1.942,6	424,2	4.076,1	3.686,5	389,5	
III	1.974,6	214,8	1.759,8	4.034,8	2.097,1	1.937,7	424,7	4.154,6	3.761,5	393,1	
IV	1.967,5	202,0	1.765,6	4.166,4	2.216,1	1.950,3	407,4	4.229,1	3.831,9	397,2	
2005 I	2.006,4	212,8	1.793,6	4.299,4	2.306,4	1.993,0	415,7	4.321,0	3.916,3	404,7	
Operaciones											
2003 IV	1,3	11,5	-10,2	-17,6	-17,8	0,1	-10,2	51,7	51,1	0,6	
2004 I	10,7	7,6	3,1	37,2	7,1	30,1	15,1	72,4	62,5	9,9	
II	37,4	16,0	21,4	58,3	58,0	0,3	-0,5	55,8	51,4	4,5	
III	15,3	-0,2	15,5	13,5	10,6	2,9	-2,2	62,7	59,1	3,6	
IV	-18,9	-13,8	-5,1	-49,6	-37,4	-12,2	-15,8	66,5	62,5	4,0	
2005 I	44,9	8,9	36,0	29,7	1,5	28,2	8,9	78,1	69,7	8,5	
Tasas de crecimiento											
2003 IV	-1,2	-2,5	-1,1	4,2	1,3	7,1	8,5	6,9	7,1	4,7	
2004 I	-1,0	1,4	-1,2	3,7	2,1	5,1	2,8	6,6	6,8	5,4	
II	3,0	20,8	1,1	3,4	4,0	2,9	1,7	6,3	6,4	5,1	
III	3,3	18,8	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,2	6,4	4,9	
IV	2,3	5,0	2,0	1,5	1,9	1,1	-0,8	6,5	6,6	5,8	
2005 I	4,1	5,5	3,9	1,3	1,6	1,0	-2,3	6,6	6,7	5,3	

Fuente: BCE.

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

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 IV	16.655,7	8.496,4	7.395,7	965,1	82,3	882,7	3.664,5	1.167,3	2.497,2	3.866,8	284,6	3.582,2	266,4
2004 I	17.010,1	8.543,6	7.464,5	978,8	86,3	892,4	3.649,3	1.163,7	2.485,5	3.915,5	278,7	3.636,8	308,2
II	17.220,7	8.698,1	7.595,2	979,9	91,7	888,1	3.694,0	1.172,9	2.521,1	4.024,3	290,7	3.733,6	308,0
III	17.330,7	8.777,4	7.672,9	976,4	90,4	885,9	3.695,2	1.153,5	2.541,8	4.105,8	288,0	3.817,8	285,3
IV	17.696,9	8.906,6	7.796,6	974,0	80,9	893,2	3.746,8	1.178,1	2.568,8	4.185,7	293,3	3.892,4	290,3
2005 I	18.066,5	8.993,1	7.879,8	968,9	77,4	891,5	3.778,4	1.180,4	2.598,0	4.245,8	293,2	3.952,6	-
Operaciones													
2003 IV	134,1	117,5	118,4	23,2	9,8	13,5	15,4	-17,2	32,7	78,8	3,8	75,0	-1,4
2004 I	211,2	56,4	75,9	15,2	4,0	11,2	-12,8	-3,8	-9,0	54,1	-4,4	58,5	36,0
II	277,7	161,3	134,4	-0,5	5,3	-5,9	69,5	16,3	53,2	92,4	8,7	83,6	-0,5
III	152,0	79,4	86,1	-3,2	-1,3	-1,8	-1,4	-16,9	15,6	84,0	-2,3	86,2	-19,5
IV	117,5	141,5	140,0	-2,4	-9,5	7,2	63,9	25,5	38,4	80,0	6,6	73,4	14,2
2005 I	233,6	83,9	86,8	-5,9	-3,5	-2,4	25,6	5,1	20,5	64,3	0,8	63,4	-
Tasas de crecimiento													
2003 IV	4,9	5,0	4,6	2,0	35,5	-0,5	3,4	0,1	5,0	7,4	-1,9	8,2	12,9
2004 I	4,6	4,5	4,7	3,6	25,9	1,7	1,8	-1,7	3,5	7,4	-0,7	8,1	23,3
II	4,7	5,1	5,3	4,7	28,3	2,6	2,2	-2,5	4,5	7,9	0,9	8,5	22,4
III	4,8	5,0	5,7	3,9	24,5	2,1	1,9	-1,8	3,7	8,1	2,1	8,6	5,3
IV	4,6	5,2	5,9	0,9	-1,8	1,2	3,3	1,8	3,9	8,0	3,0	8,4	11,4
2005 I	4,6	5,5	6,0	-1,2	-10,4	-0,3	4,3	2,6	5,1	8,2	5,0	8,4	-

	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 IV	4.958,7	4.341,1	551,4	3.789,6	617,7	196,7	421,0	2.726,3	181,7	292,5
2004 I	5.146,9	4.531,1	594,4	3.936,7	615,7	209,0	406,8	2.834,1	189,0	296,5
II	5.197,2	4.566,0	619,9	3.946,0	631,3	219,0	412,3	2.842,8	181,9	300,7
III	5.290,8	4.651,1	617,5	4.033,6	639,7	217,4	422,3	2.763,5	194,0	305,0
IV	5.297,2	4.661,4	585,0	4.076,4	635,8	213,2	422,6	2.980,1	213,5	299,5
2005 I	5.420,8	4.766,3	594,4	4.171,9	654,5	231,3	423,2	3.138,3	212,0	302,3
Operaciones										
2003 IV	4,5	-4,2	-14,2	10,0	8,7	0,8	7,9	0,2	7,4	4,4
2004 I	142,5	149,3	42,7	106,6	-6,8	12,4	-19,2	2,1	7,3	2,9
II	118,5	100,8	25,4	75,4	17,7	10,7	7,1	1,8	-7,1	3,1
III	51,3	41,0	-1,1	42,1	10,3	-1,0	11,2	5,9	12,1	3,2
IV	-49,6	-45,0	-32,9	-12,1	-4,6	-4,2	-0,5	2,4	19,4	3,8
2005 I	143,1	120,5	7,7	112,8	22,6	19,2	3,4	3,9	-0,2	2,8
Tasas de crecimiento										
2003 IV	6,5	5,8	13,8	4,8	11,6	22,2	7,2	0,8	8,9	4,9
2004 I	6,1	6,3	11,1	5,7	4,7	14,0	0,6	1,0	7,5	4,8
II	6,1	6,5	8,2	6,2	3,4	15,8	-2,0	0,3	4,8	4,7
III	6,3	6,5	9,4	6,1	4,9	11,9	1,7	0,4	11,3	4,7
IV	5,3	5,7	6,2	5,6	2,7	9,1	-0,3	0,4	17,5	4,5
2005 I	5,1	4,8	-0,1	5,5	7,5	11,8	5,2	0,5	12,8	4,4

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 IV	3.633,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	349,0	60,0	289,0	1.476,3	59,4	1.416,9
2004 I	3.759,9	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	349,3	60,8	288,5	1.541,0	62,0	1.479,0
II	3.774,7	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	342,6	59,0	283,5	1.544,3	63,4	1.480,9
III	3.837,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	348,7	62,2	286,5	1.589,8	63,3	1.526,5
IV	3.918,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	329,0	56,0	273,0	1.644,5	61,9	1.582,6
2005 I	4.043,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	332,6	58,7	273,9	1.695,7	62,4	1.633,3
	Operaciones											
2003 IV	71,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-3,7	1,2	-4,9	50,2	-1,4	51,6
2004 I	81,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	0,0	0,6	-0,6	47,0	2,3	44,7
II	26,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,7	-1,6	-5,0	24,4	0,9	23,5
III	54,3	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,6	3,0	29,4	-0,6	30,0
IV	52,1	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-19,4	-5,9	-13,5	51,5	-0,5	52,0
2005 I	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	3,7	2,8	0,9	48,6	0,3	48,2
	Tasas de crecimiento											
2003 IV	6,7	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	0,2	-13,1	3,5	11,3	14,7	11,1
2004 I	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	-0,1	0,4	-0,2	10,5	11,7	10,5
II	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-3,0	-2,4	-3,1	10,6	8,4	10,7
III	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-1,3	4,8	-2,6	10,5	1,9	10,9
IV	5,9	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-7,1	-5,6	10,3	3,4	10,6
2005 I	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-4,8	-3,5	-5,1	10,0	0,1	10,4

	Principales activos financieros						Principales pasivos						
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro		
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
					13	14			15	16			17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos												
2003 IV	1.157,5	526,5	631,0	64,1	107,8	3.914,3	54,9	35,4	23,0	189,9	3.646,4	3.112,5	534,0
2004 I	1.200,8	539,6	661,2	63,4	111,5	4.009,4	64,7	46,3	23,7	190,9	3.730,1	3.182,9	547,2
II	1.209,9	538,6	671,2	63,6	112,6	4.079,2	71,1	53,7	24,2	193,3	3.790,6	3.238,3	552,3
III	1.210,5	531,2	679,4	63,1	114,6	4.135,5	68,8	52,5	22,6	185,7	3.858,3	3.300,6	557,8
IV	1.245,6	553,3	692,3	68,4	115,9	4.222,2	65,5	48,6	23,6	207,1	3.926,0	3.364,5	561,5
2005 I	1.299,2	601,4	697,8	68,5	119,2	4.332,3	74,2	58,2	24,4	219,5	4.014,3	3.441,2	573,0
	Operaciones												
2003 IV	21,8	6,7	15,1	4,1	-7,2	42,6	-9,6	-8,9	2,5	5,0	44,7	43,4	1,3
2004 I	16,2	-1,1	17,3	-0,8	3,6	81,3	9,6	10,8	0,4	0,8	70,5	57,3	13,2
II	0,0	-7,5	7,5	-0,1	1,1	58,2	6,1	7,0	0,6	0,1	51,5	46,5	5,1
III	9,0	3,2	5,7	-0,5	2,1	58,1	-2,3	-1,1	-1,3	2,1	59,5	54,1	5,5
IV	8,7	0,9	7,8	5,4	1,4	53,6	-3,0	-3,6	0,7	0,1	55,9	52,2	3,6
2005 I	23,4	5,5	17,9	0,2	3,2	84,7	7,8	8,6	0,7	0,1	76,0	63,5	12,5
	Tasas de crecimiento												
2003 IV	5,3	2,6	7,5	11,3	-1,1	7,1	16,7	12,7	26,4	6,2	6,9	7,3	4,7
2004 I	6,6	3,6	8,8	5,9	-0,1	6,9	7,5	8,5	25,4	8,3	6,7	6,9	5,2
II	4,5	0,7	7,5	-1,7	-0,9	6,4	12,3	18,8	23,7	3,5	6,3	6,6	4,8
III	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,2	6,0	17,5	10,9	4,8	6,3	6,5	4,7
IV	2,9	-0,8	6,1	6,3	7,6	6,4	19,0	36,9	1,7	1,6	6,5	6,7	5,1
2005 I	3,4	0,4	5,9	8,0	7,0	6,3	13,3	23,7	2,8	1,2	6,5	6,8	4,9

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	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 ⁴⁾		Pasivos netos contraídos				
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	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. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	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.



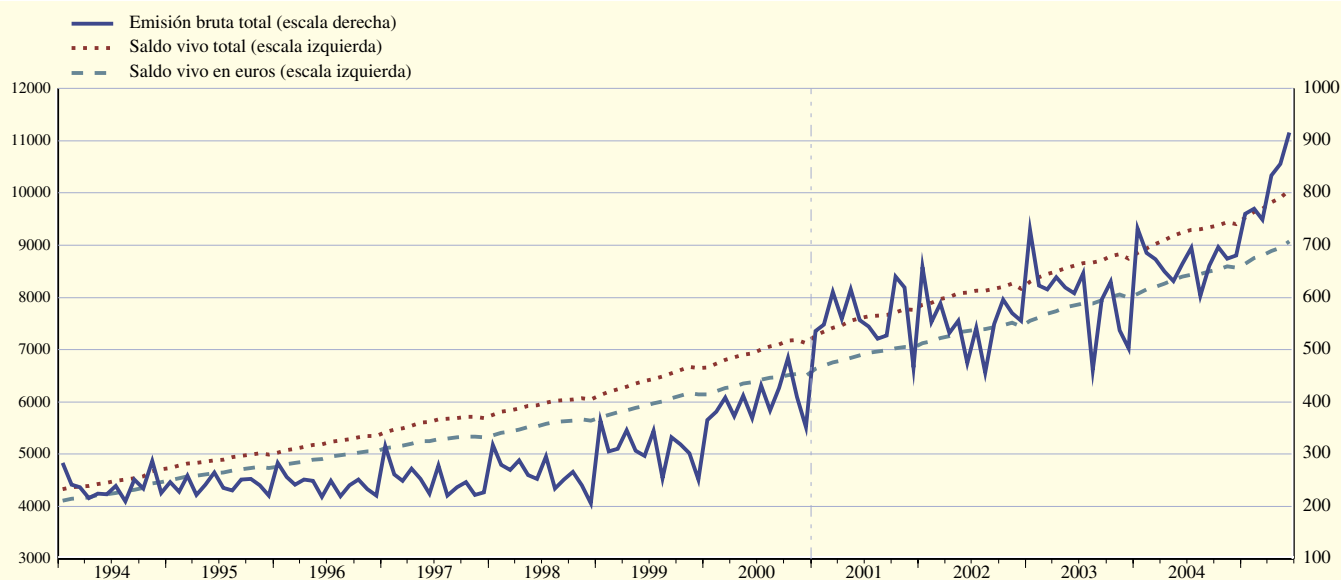
MERCADOS FINANCIEROS

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2004 Jun	9.738,8	711,2	602,1	109,1	9.249,3	664,7	598,0	66,8	90,8	94,3	94,7	60,3
Jul	9.761,5	707,8	686,3	21,5	9.294,3	695,2	653,9	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
Ago	9.794,2	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
Sep	9.907,0	725,1	616,5	108,6	9.342,6	661,2	621,5	39,6	91,0	94,9	94,5	40,2
Oct	9.932,8	712,2	690,2	22,0	9.379,6	696,7	656,0	40,7	91,0	93,7	94,9	30,4
Nov	10.023,4	703,7	618,7	85,0	9.435,5	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
Dic	10.026,7	706,5	702,0	4,5	9.407,6	680,3	703,1	-22,8	91,1	95,3	95,2	-21,6
2005 Ene	10.092,3	763,3	710,2	53,1	9.521,6	759,5	676,5	83,0	90,8	93,8	95,6	65,4
Feb	10.212,8	792,9	675,5	117,4	9.635,8	769,2	654,2	115,1	90,9	94,5	95,1	104,5
Mar	10.320,3	797,2	690,1	107,1	9.704,1	749,5	694,5	55,0	90,7	93,9	94,9	44,5
Abr	10.381,3	833,1	775,6	57,4	9.820,7	833,6	729,1	104,5	90,6	94,4	95,9	88,2
May	10.444,2	869,6	806,3	63,4	9.910,7	855,3	790,3	65,0	90,3	95,4	95,6	60,6
Jun	10.632,5	987,9	802,6	185,3	10.048,2	916,0	785,8	130,1	90,3	94,6	95,0	120,1
A largo plazo												
2004 Jun	8.808,8	204,2	120,3	83,9	8.309,0	181,2	112,6	68,6	91,2	92,9	92,2	64,4
Jul	8.848,1	190,3	153,1	37,1	8.348,5	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
Ago	8.875,5	87,2	61,9	25,3	8.364,1	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
Sep	8.969,9	191,4	102,0	89,4	8.413,7	156,7	104,6	52,1	91,2	91,6	89,0	50,4
Oct	9.006,8	174,0	140,0	34,1	8.435,0	158,1	131,9	26,2	91,2	88,0	93,7	15,6
Nov	9.082,0	168,7	98,3	70,3	8.488,6	155,1	95,3	59,7	91,2	89,1	92,2	50,3
Dic	9.106,4	148,4	123,9	24,5	8.495,5	135,9	120,0	15,9	91,4	91,6	90,5	15,9
2005 Ene	9.176,3	198,5	138,3	60,2	8.584,4	195,0	131,3	63,7	91,1	89,7	93,9	51,6
Feb	9.292,4	220,7	107,0	113,7	8.687,9	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
Mar	9.368,1	202,7	127,6	75,2	8.756,5	184,0	125,1	59,0	91,0	88,9	90,1	50,9
Abr	9.425,7	180,6	124,6	56,0	8.841,6	180,5	105,0	75,5	90,9	90,1	94,0	63,9
May	9.493,7	178,1	111,6	66,5	8.929,2	164,9	99,6	65,3	90,7	90,9	91,0	59,2
Jun	9.673,2	294,6	118,3	176,3	9.092,3	251,8	99,1	152,8	90,7	91,1	87,8	142,3

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

(mm de euros)



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

1) Emi □

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	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2004 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	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 I	9.704	3.845	755	607	4.238	260	90,7	83,2	90,7	87,7	97,6	95,7
II	10.048	3.990	836	615	4.342	266	90,3	82,6	91,0	87,1	97,4	95,9
2005 Mar	9.704	3.845	755	607	4.238	260	90,7	83,2	90,7	87,7	97,6	95,7
Abr	9.821	3.903	776	615	4.264	263	90,6	83,0	90,7	87,6	97,6	95,7
May	9.911	3.934	797	622	4.296	262	90,3	82,6	90,7	87,6	97,4	95,9
Jun	10.048	3.990	836	615	4.342	266	90,3	82,6	91,0	87,1	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 III	929	412	6	100	405	6	88,9	77,8	96,2	95,5	98,5	85,8
IV	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2005 I	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
II	956	463	8	103	377	5	87,1	75,7	97,7	96,8	98,4	76,6
2005 Mar	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
Abr	979	481	8	111	374	5	87,4	76,5	97,5	96,7	98,5	81,2
May	981	476	8	114	378	5	87,1	75,7	97,6	97,2	98,4	81,8
Jun	956	463	8	103	377	5	87,1	75,7	97,7	96,8	98,4	76,6
Total a largo plazo ¹⁾												
2003	7.887	2.963	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.495	3.263	728	502	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 III	8.414	3.229	683	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
IV	8.495	3.263	728	502	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 I	8.756	3.390	747	502	3.863	254	91,0	84,2	90,6	85,8	97,5	95,9
II	9.092	3.526	828	512	3.965	260	90,7	83,5	90,9	85,2	97,3	96,3
2005 Mar	8.756	3.390	747	502	3.863	254	91,0	84,2	90,6	85,8	97,5	95,9
Abr	8.842	3.422	768	504	3.890	257	90,9	83,9	90,6	85,6	97,5	96,0
May	8.929	3.458	789	508	3.918	257	90,7	83,5	90,7	85,4	97,3	96,2
Jun	9.092	3.526	828	512	3.965	260	90,7	83,5	90,9	85,2	97,3	96,3
Del cual: 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	3.436	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 III	6.388	1.950	408	415	3.436	180	91,6	84,1	82,2	85,2	97,5	95,8
IV	6.376	1.927	416	411	3.436	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 I	6.515	1.966	427	409	3.517	196	91,5	83,3	84,4	85,0	97,4	95,8
II	6.675	2.004	445	416	3.607	203	91,1	82,6	84,2	84,4	97,2	96,1
2005 Mar	6.515	1.966	427	409	3.517	196	91,5	83,3	84,4	85,0	97,4	95,8
Abr	6.553	1.971	430	410	3.543	199	91,4	82,9	84,1	84,9	97,4	95,9
May	6.599	1.982	433	412	3.573	199	91,2	82,7	83,9	84,6	97,3	95,9
Jun	6.675	2.004	445	416	3.607	203	91,1	82,6	84,2	84,4	97,2	96,1
Del cual: emitidos a tipo variable												
2003	1.579	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.867	1.147	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2004 III	1.771	1.101	273	73	269	56	90,6	86,7	98,9	87,6	97,5	96,3
IV	1.867	1.147	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2005 I	1.955	1.211	317	79	291	58	90,5	86,3	98,9	89,1	98,0	96,3
II	2.115	1.287	380	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
2005 Mar	1.955	1.211	317	79	291	58	90,5	86,3	98,9	89,1	98,0	96,3
Abr	2.006	1.232	334	80	302	58	90,4	86,1	98,9	88,4	98,0	96,3
May	2.038	1.250	352	81	297	58	90,3	85,8	98,8	88,4	98,0	97,2
Jun	2.115	1.287	380	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	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)

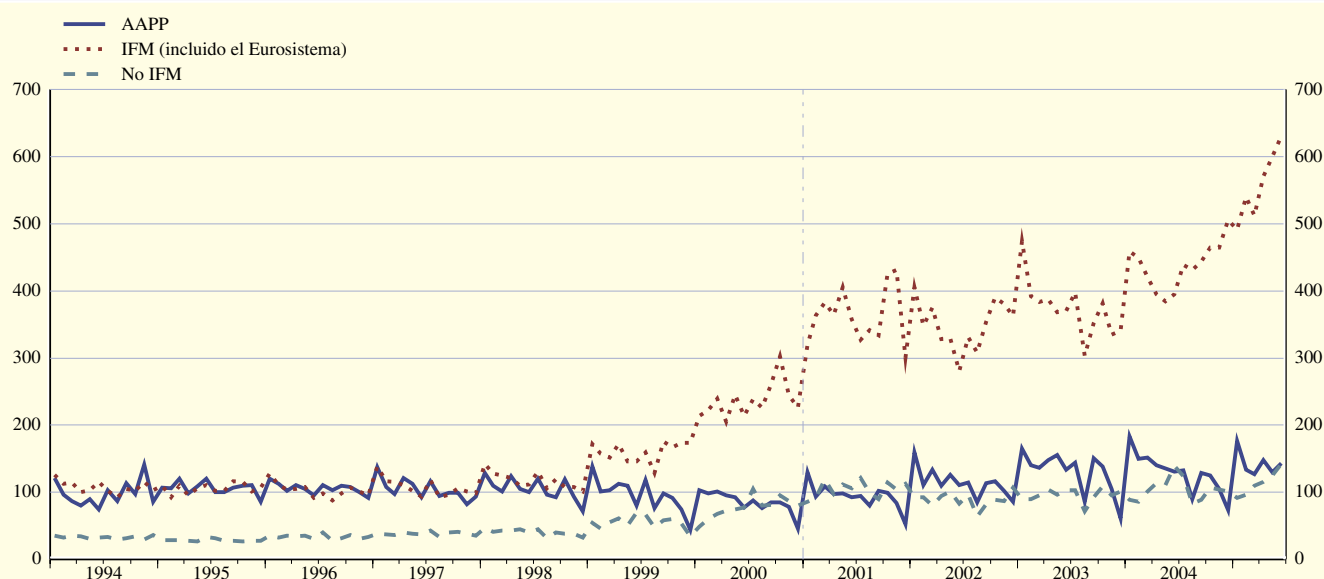
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.206,3	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	87,4	1.284,7	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.046,1	5.249,8	222,1	1.027,8	1.463,6	82,8	1.191,0	405,7	69,2	60,4	619,8	35,9
2004 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	2.051,0	1.434,1	84,2	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 I	2.278,3	1.542,6	49,9	248,3	412,5	25,0	386,6	136,5	21,1	15,1	198,9	14,9
II	2.604,8	1.799,6	105,9	277,6	399,0	22,7	344,2	102,9	27,6	14,9	187,1	11,8
2005 Mar	749,5	512,2	24,9	84,9	120,5	7,0	117,1	40,9	12,0	8,2	52,5	3,4
Abr	833,6	569,9	30,8	84,9	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
May	855,3	599,7	28,0	97,2	126,3	4,1	97,4	24,3	5,6	2,9	63,4	1,1
Jun	916,0	630,0	47,1	95,6	132,7	10,6	141,8	48,6	15,0	8,5	62,8	6,9
	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	618,1	403,5	108,9	31,7	60,5	13,5
2004 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	175,0	105,0	46,6	7,4	11,7	4,4
2005 I	1.699,8	1.261,3	12,4	229,1	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
II	2.007,6	1.557,5	9,1	254,7	178,0	8,4	229,6	123,8	68,8	6,8	27,7	2,5
2005 Mar	565,5	423,6	3,5	75,0	60,2	3,2	57,7	41,9	9,2	1,4	4,9	0,3
Abr	653,1	501,8	4,2	79,2	65,2	2,8	67,8	33,4	19,5	1,6	11,8	1,5
May	690,4	537,3	2,4	91,8	56,0	2,8	60,9	34,0	19,8	2,1	4,8	0,2
Jun	664,2	518,4	2,5	83,7	56,8	2,8	100,9	56,4	29,5	3,0	11,1	0,8

C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



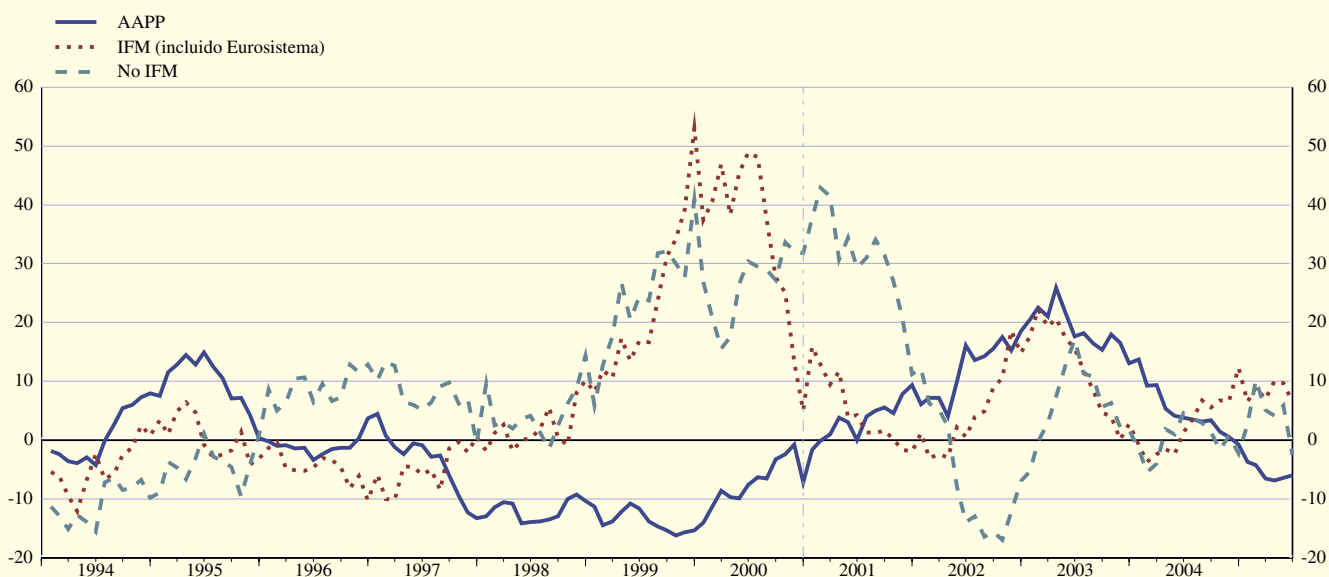
Fuente: BCE.

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

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

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2003	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,8	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 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	3,1	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,5
II	7,4	8,8	17,8	4,9	4,5	12,0	1,5	8,8	46,1	1,6	-6,8	16,2
2005 Ene	7,0	8,7	10,9	2,9	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,5	-4,1	32,7
Feb	7,4	9,3	11,1	3,2	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,6
Mar	7,1	8,7	14,5	4,7	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	3,0	-7,0	36,4
Abr	7,5	8,9	16,5	5,8	4,7	12,8	2,0	10,0	46,3	1,9	-7,1	16,3
May	7,2	8,4	19,2	5,1	4,2	11,7	2,2	9,6	43,7	3,9	-6,6	11,9
Jun	7,8	9,6	20,9	3,1	4,6	11,1	0,0	6,5	49,2	-5,0	-6,2	7,8
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 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	2,3	5,0	13,9	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,3
II	7,1	7,6	21,6	4,7	4,5	12,3	1,7	10,4	42,3	3,7	-6,6	10,0
2005 Ene	6,6	7,3	14,1	2,2	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
Feb	6,8	7,8	14,3	2,6	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,8
Mar	6,7	7,3	18,1	4,5	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,1	-6,8	39,4
Abr	7,2	7,6	20,1	5,5	4,8	13,0	2,0	11,4	42,6	3,9	-6,9	10,3
May	6,9	7,3	23,1	5,0	4,2	12,1	2,4	11,8	40,2	6,3	-6,6	3,4
Jun	7,6	8,7	24,6	2,9	4,5	11,5	0,3	8,4	45,8	-3,4	-6,0	-1,2

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



Fuente: BCE.

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

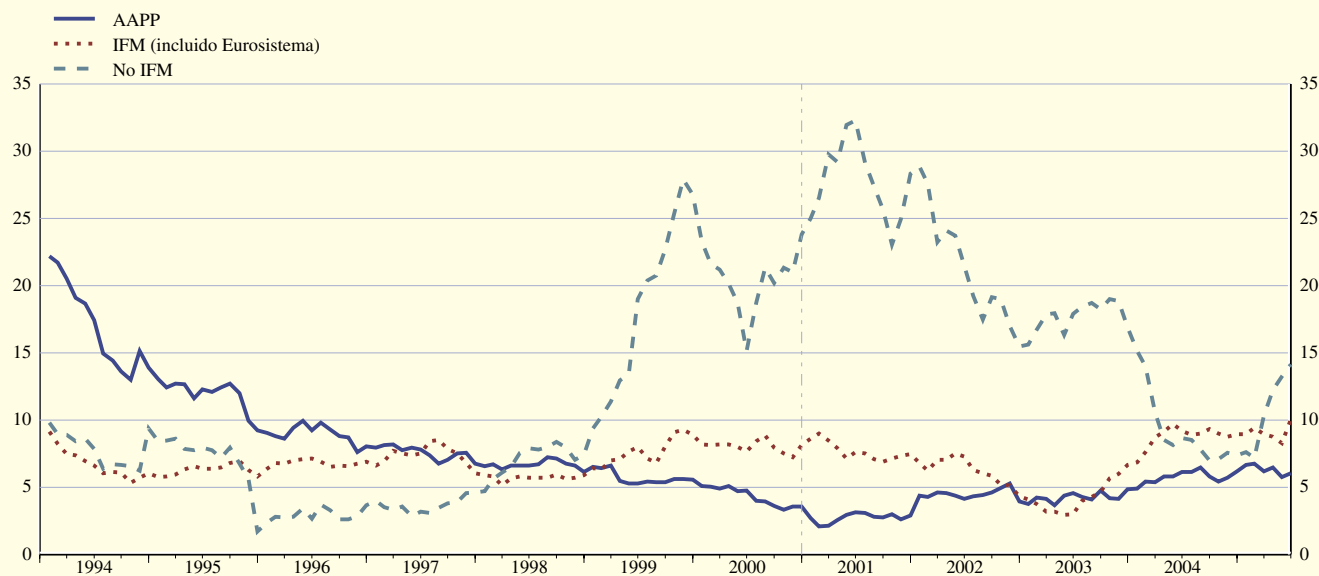
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,0	6,4	3,1	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,2	0,6	26,5
2004 III	4,9	3,0	3,5	1,1	6,2	13,5	17,5	19,1	27,1	18,3	3,3	25,2
IV	4,3	2,3	2,6	0,7	5,7	12,3	17,7	20,2	22,6	29,1	2,3	18,8
2005 I	4,7	2,7	3,9	-0,9	6,3	13,7	18,3	19,4	23,7	28,0	7,7	12,4
II	4,8	2,5	6,1	1,9	5,8	14,8	19,7	19,1	36,4	26,6	8,5	3,2
2005 Ene	4,8	2,9	3,6	-0,7	6,2	14,9	17,9	18,5	22,6	28,3	9,4	14,4
Feb	4,9	2,8	3,6	-1,8	6,8	12,9	18,3	20,3	22,5	26,3	6,5	11,9
Mar	4,5	2,3	5,8	1,1	5,6	13,7	19,0	19,6	28,2	27,8	9,3	5,1
Abr	5,1	2,4	5,5	2,8	6,3	15,1	19,1	18,8	34,4	27,0	7,8	5,4
May	4,6	2,2	6,2	1,5	5,6	15,1	19,2	17,9	39,8	25,6	7,7	1,7
Jun	4,9	3,3	7,5	1,4	5,5	14,7	22,2	21,3	41,1	26,7	10,8	0,2
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 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
IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,5	22,9	26,6	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,4	6,2	13,8	17,5	18,2	24,0	27,1	7,8	13,0
II	4,5	0,3	10,1	1,1	5,8	15,1	19,2	18,1	36,5	24,9	8,9	3,9
2005 Ene	4,3	0,7	7,5	-2,3	6,1	14,9	17,3	17,5	22,9	27,3	9,5	15,1
Feb	4,5	0,4	7,5	-3,5	6,7	13,0	17,4	18,9	22,7	25,4	6,6	12,4
Mar	4,2	0,2	10,2	0,0	5,6	13,9	18,1	18,0	28,5	27,2	9,7	5,3
Abr	4,8	0,2	9,2	2,0	6,4	15,4	18,5	17,7	34,7	25,1	8,2	5,6
May	4,3	0,0	10,3	0,8	5,6	15,5	19,0	17,1	40,0	23,6	8,1	2,8
Jun	4,6	1,2	11,5	0,9	5,4	15,2	22,1	20,9	41,0	24,9	11,4	1,2

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

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

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

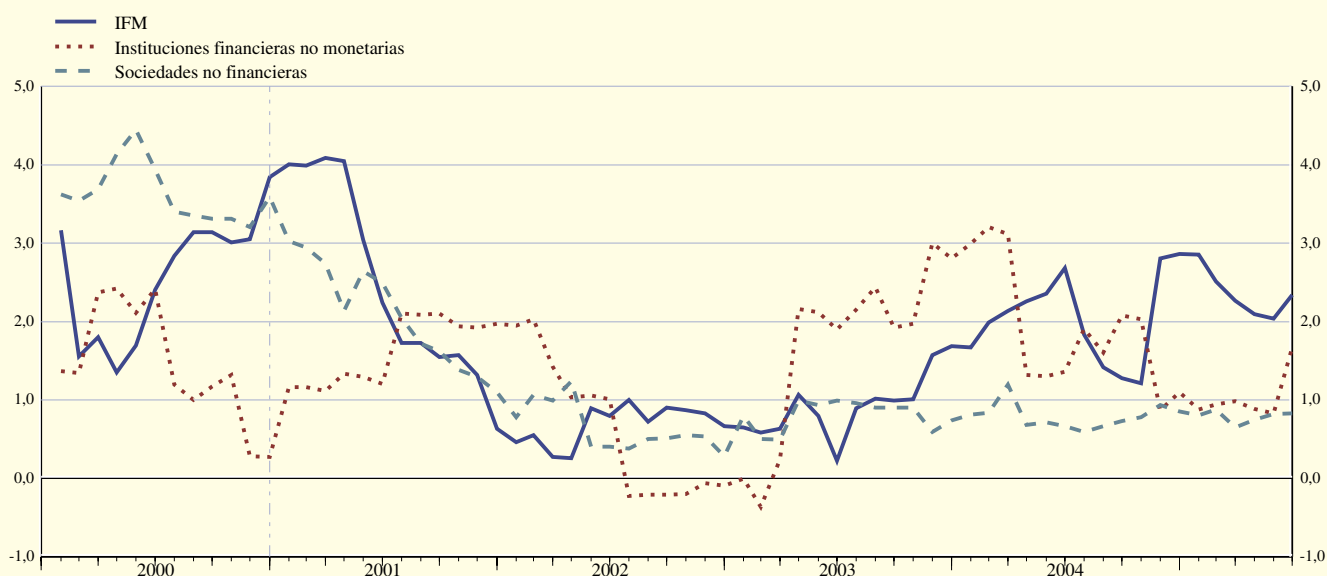
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	2,2	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	2.817,1	0,8
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,9	2.896,2	0,9
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2.984,5	0,8
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	4.094,2	102,9	1,0	655,5	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,7
May	4.279,1	103,0	1,0	684,6	2,0	414,0	0,8	3.180,5	0,8
Jun	4.382,2	103,2	1,2	698,0	2,3	431,1	1,7	3.253,0	0,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

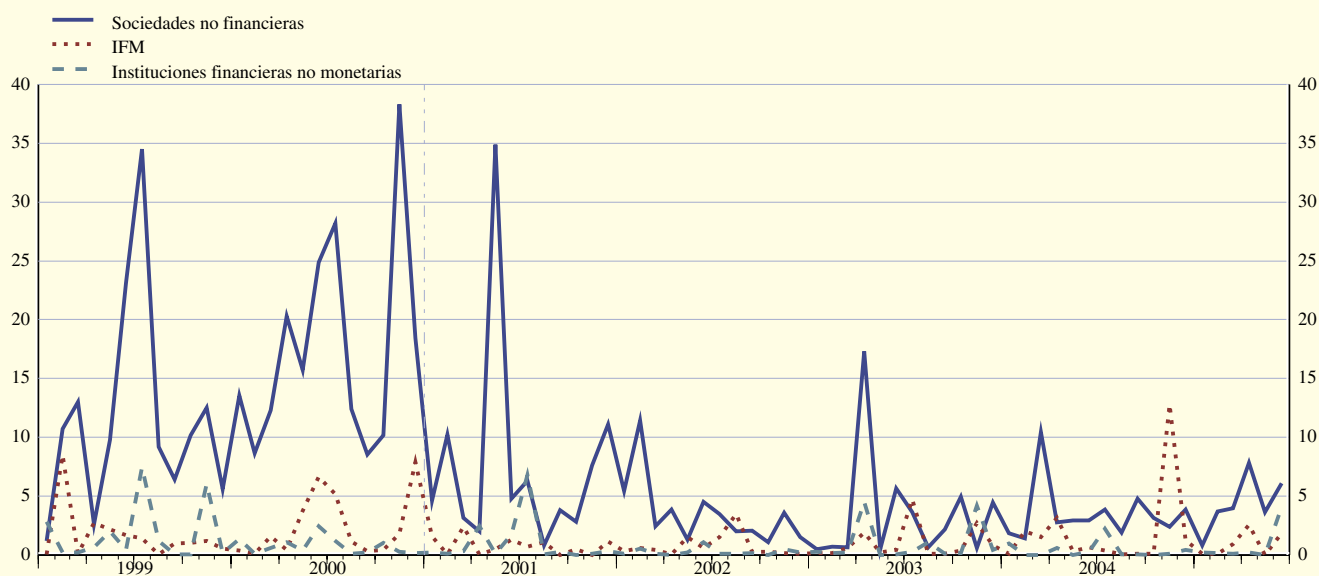
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 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	2,2	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,1	1,8
2005 Ene	1,1	1,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,1	-0,3
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	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	3,6	2,1	1,5
Jun	12,0	4,5	7,6	1,9	1,0	0,9	4,1	0,4	3,7	6,1	3,1	3,0

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 po□)

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
Feb	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
Mar	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
Abr	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
May	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
Jun	0,70	1,95	2,21	2,20	2,15	2,38	0,91	2,01	2,05	3,58	2,00

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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	9,60	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	9,65	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	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
Jun	9,61	6,62	6,49	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2004 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		5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,10
Feb		5,30	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
Jun		5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88

Fuente: BCE.

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

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

(en por 100)

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
Feb	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
Mar	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,70	1,99
Abr	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
May	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,10	3,50	2,00
Jun	0,70	1,92	3,23	2,15	2,38	0,91	2,10	3,50	2,01

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

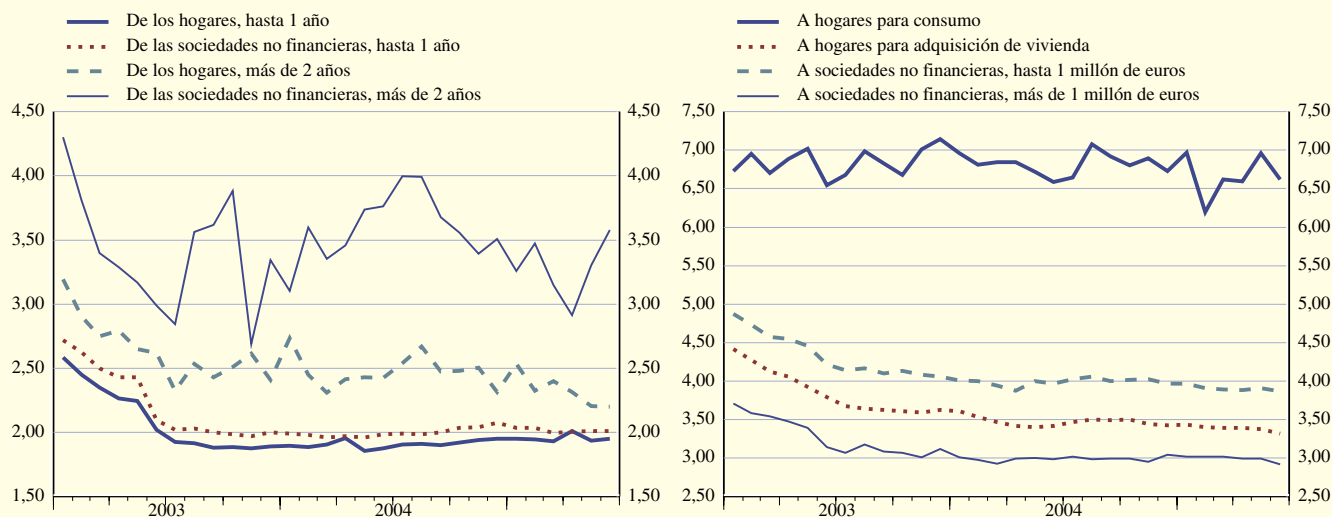
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	4,78	4,50	4,83	7,94	7,00	5,80	4,34	3,97	4,44
2005 Jan.	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41
Feb	4,74	4,45	4,76	8,07	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
Mar	4,75	4,41	4,78	8,08	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
Abr	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37
May	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35
Jun	4,60	4,33	4,67	7,87	6,93	5,72	4,31	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)



Fuente: BCE.

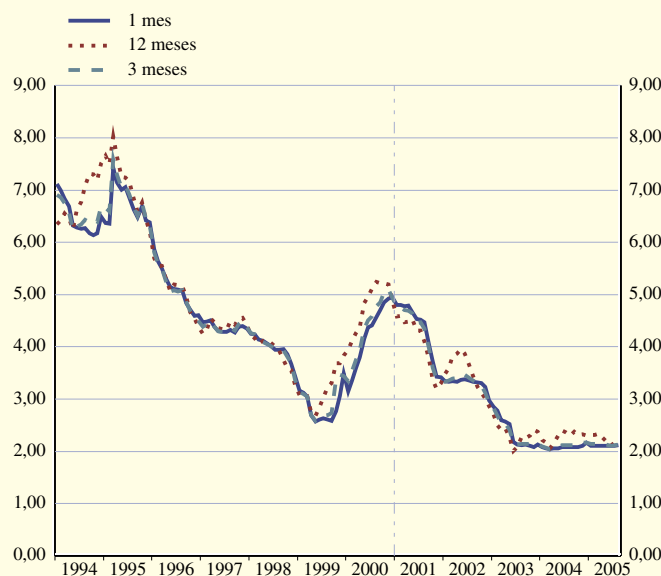
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 II	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
III	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
II	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
2004 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
Ago	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06

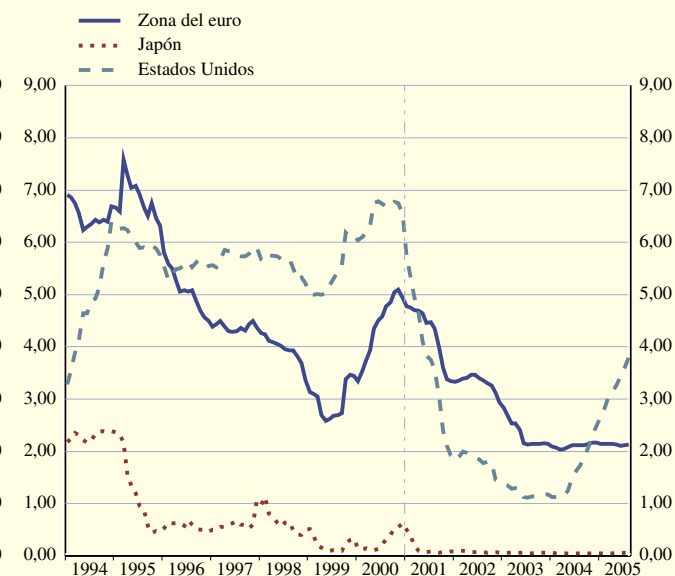
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

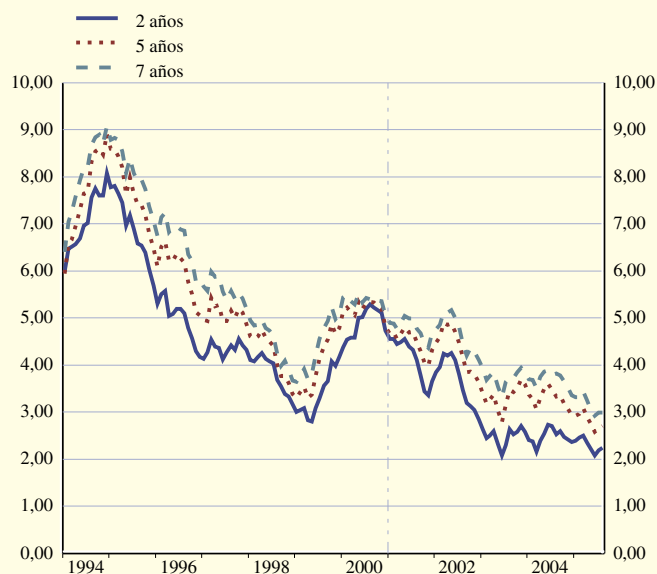
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 II	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
III	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
II	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
2004 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
Ago	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43

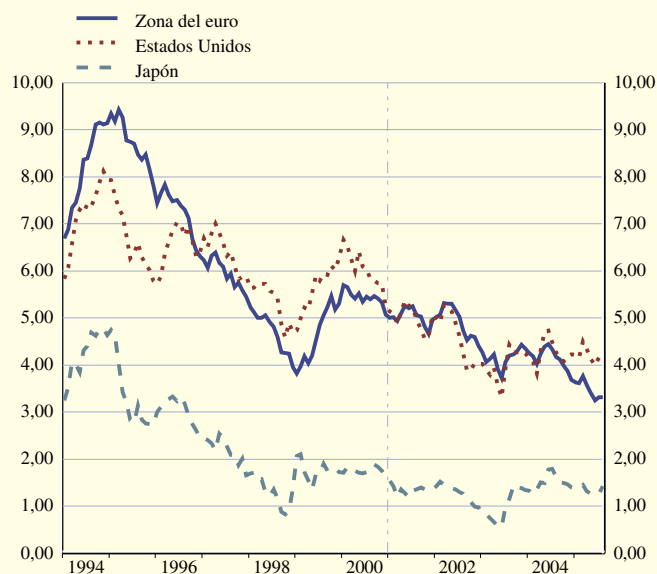
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

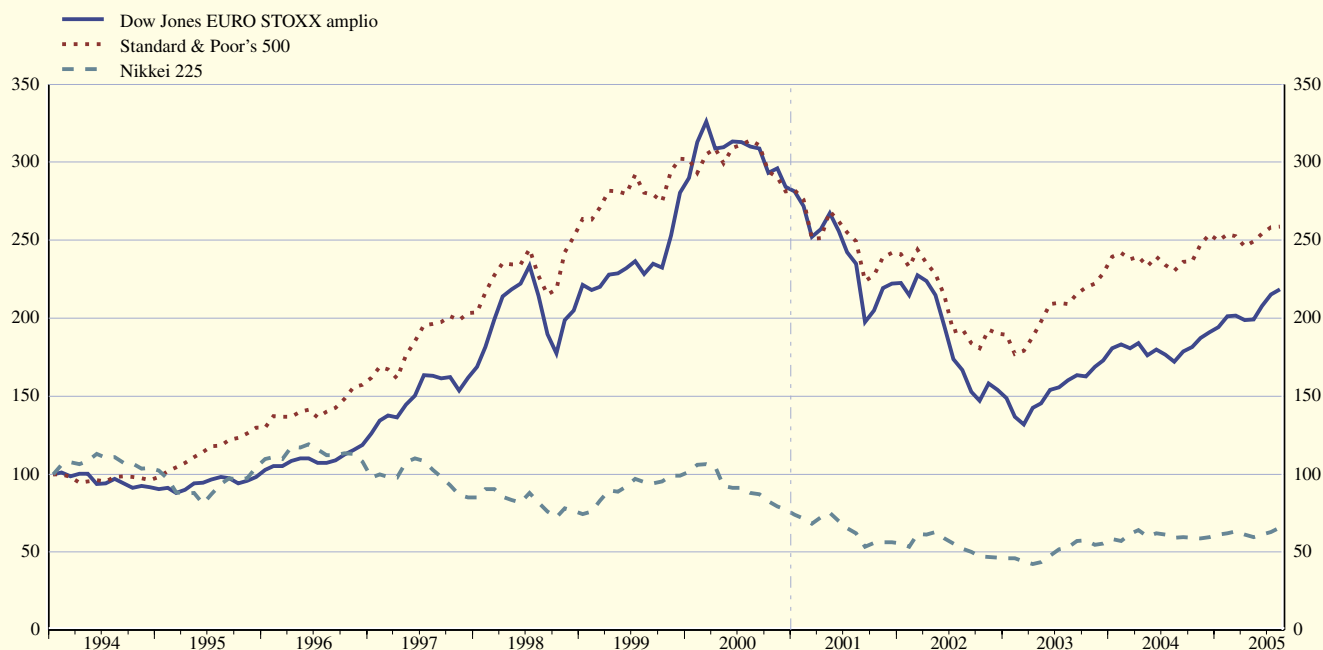
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 II	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
III	244,0	2.708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
II	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
2004 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
Ago	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 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 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	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,8	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
Total		Total		Total		Total		Total		Total					
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,8	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	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	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	2,2	6,8 ⁶⁾	28,8	20,9	29,3
III	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	3,0	-	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	3,6	7,5 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,2	.	-	22,4	2,2	42,2
2005 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	3,5	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	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,1	9,6	48,3
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	31,8	11,9	51,9

3. Costes laborales por hora⁷⁾

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

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 □)

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

5. I IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2001	102,2	2,2	1,4	1,5	3,2	1,4	2,4	2,4
2002	104,6	2,4	1,0	1,1	3,5	1,8	3,4	2,8
2003	106,5	1,8	3,2	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7
2004	107,5	0,9	-7,7	-0,3	2,5	0,8	2,0	1,7
2004 I	107,0	1,2	-8,3	0,8	1,0	1,4	1,9	2,0
II	107,5	0,8	-8,3	-1,5	1,5	0,1	1,6	2,5
III	107,6	0,6	-6,4	-1,4	4,6	1,2	2,5	0,6
IV	108,0	1,1	-7,9	0,8	3,0	0,4	1,9	1,6
2005 I	108,8	1,7	.	-0,3	6,0	0,6	3,2	2,1
Remuneración por asalariado								
2001	102,5	2,5	0,6	2,8	3,5	2,6	0,9	2,8
2002	105,1	2,5	2,6	2,7	3,4	2,5	2,2	2,7
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,5	1,9	1,9	2,5
2004	109,8	2,1	0,4	3,0	2,7	1,5	1,2	2,5
2004 I	109,1	2,4	-2,4	4,0	2,8	1,5	1,1	3,0
II	109,8	2,5	0,1	3,2	2,3	1,2	1,1	3,7
III	109,9	1,8	3,6	2,5	3,2	1,7	1,6	1,4
IV	110,4	1,8	0,3	2,4	2,5	1,6	1,0	2,1
2005 I	111,6	2,2	.	1,9	3,7	2,4	2,8	1,6
Productividad del trabajo ²⁾								
2001	100,3	0,3	-0,8	1,4	0,3	1,2	-1,4	0,4
2002	100,5	0,2	1,6	1,5	-0,2	0,7	-1,2	0,0
2003	100,9	0,5	-2,2	2,0	0,3	0,1	0,0	-0,2
2004	102,1	1,2	8,8	3,4	0,2	0,7	-0,8	0,9
2004 I	102,0	1,3	6,4	3,2	1,7	0,2	-0,8	0,9
II	102,2	1,7	9,1	4,8	0,8	1,1	-0,5	1,2
III	102,2	1,2	10,7	4,0	-1,3	0,5	-0,8	0,8
IV	102,2	0,7	9,0	1,7	-0,5	1,2	-0,9	0,5
2005 I	102,5	0,5	2,5	2,2	-2,2	1,8	-0,4	-0,4

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

3) Los deflact

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.882,3	6.776,8	3.972,5	1.371,6	1.452,3	-19,6	105,5	2.561,3	2.455,8
2002	7.121,8	6.947,8	4.089,4	1.443,7	1.443,7	-29,1	174,1	2.595,7	2.421,6
2003	7.327,0	7.181,7	4.212,3	1.500,2	1.472,2	-2,9	145,4	2.596,8	2.451,5
2004	7.601,1	7.453,7	4.355,2	1.549,4	1.533,5	15,6	147,4	2.788,2	2.640,7
2004 II	1.898,0	1.855,4	1.084,0	388,5	381,6	1,4	42,6	694,3	651,7
III	1.909,0	1.874,0	1.091,8	388,9	386,9	6,5	35,0	709,6	674,6
IV	1.918,3	1.892,0	1.104,1	389,7	390,8	7,4	26,3	714,7	688,4
2005 I	1.934,3	1.903,5	1.109,9	394,3	391,4	7,9	30,7	711,5	680,8
II	1.947,8	1.920,4	1.114,5	399,9	393,8	12,2	27,4	728,0	700,6
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	0,2	1,9	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 II	0,5	0,4	0,1	0,3	0,1	-	-	2,5	2,6
III	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,5
IV	0,2	0,5	0,8	-0,3	0,4	-	-	0,5	1,4
2005 I	0,4	0,1	0,2	0,5	-0,2	-	-	-0,7	-1,4
II	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,2	-	-	2,1	2,1
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,7	0,9	1,8	2,2	0,0	-	-	4,0	2,1
2002	0,9	0,2	0,9	2,6	-2,4	-	-	1,9	0,3
2003	0,7	1,4	1,0	1,5	0,8	-	-	0,7	2,7
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	1,8	-	-	6,4	6,5
2004 II	2,1	1,4	1,3	1,4	1,3	-	-	7,9	6,2
III	1,8	2,3	1,0	1,1	1,4	-	-	6,4	7,9
IV	1,5	1,9	1,9	0,6	1,1	-	-	6,1	7,4
2005 I	1,3	1,8	1,3	0,9	0,8	-	-	3,7	5,1
II	1,1	1,6	1,1	0,9	1,0	-	-	3,2	4,6
<i>contribuciones a las tasas de variación del PIB en puntos porcentuales</i>									
2001	1,7	0,9	1,0	0,4	0,0	-0,5	0,8	-	-
2002	0,9	0,2	0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,6	-	-
2003	0,7	1,4	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,7	-	-
2004	2,1	1,9	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 II	2,1	1,4	0,7	0,3	0,3	0,1	0,8	-	-
III	1,8	2,2	0,6	0,2	0,3	1,1	-0,4	-	-
IV	1,5	1,9	1,1	0,1	0,2	0,5	-0,3	-	-
2005 I	1,3	1,7	0,7	0,2	0,2	0,6	-0,4	-	-
II	1,1	1,6	0,6	0,2	0,2	0,5	-0,4	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	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	6.381,7	160,4	1.384,9	360,5	1.346,3	1.726,2	1.403,4	215,7	716,2
2002	6.612,3	155,8	1.399,1	374,0	1.397,5	1.809,6	1.476,4	230,9	740,4
2003	6.805,5	155,2	1.414,9	391,6	1.430,4	1.878,1	1.535,4	238,6	760,2
2004	7.052,4	157,1	1.458,7	414,3	1.476,9	1.948,6	1.596,8	242,5	791,3
2004 II	1.763,7	39,4	365,6	103,2	369,2	485,5	400,7	61,2	195,4
III	1.770,5	39,0	367,3	103,8	371,0	490,6	398,9	60,0	198,5
IV	1.778,2	39,6	366,5	105,8	371,9	493,0	401,4	61,3	201,4
2005 I	1.795,4	38,9	371,7	106,2	375,3	497,8	405,4	62,1	201,0
II	1.809,8	39,1	374,5	108,8	373,9	503,3	410,1	63,1	201,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,6	22,6	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 II	0,7	1,0	0,9	0,1	0,8	0,7	0,3	1,8	-1,1
III	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,8
IV	0,2	1,2	-0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,8	0,5
2005 I	0,4	-1,6	0,5	-1,1	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,5
II	0,4	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,4	0,4	0,3	-0,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,9	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,4	0,7
2002	1,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,5	0,2
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,5	1,5
2004	2,2	8,0	2,5	1,7	2,1	2,1	1,6	4,4	1,7
2004 II	2,3	7,8	3,0	1,2	2,0	2,0	2,0	5,6	1,7
III	1,9	9,6	2,2	0,5	1,4	1,7	1,6	4,3	2,6
IV	1,6	8,0	0,8	0,7	2,3	1,6	1,4	4,5	1,8
2005 I	1,5	0,8	1,1	-0,9	2,9	1,8	0,6	2,1	-0,2
II	1,2	0,2	0,8	0,6	2,0	1,6	0,6	0,6	0,1
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2001	1,9	0,0	0,3	0,0	0,6	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,3	-	-
2004 II	2,3	0,2	0,7	0,1	0,4	0,5	0,4	-	-
III	1,9	0,2	0,5	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
IV	1,6	0,2	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-	-
2005 I	1,5	0,0	0,2	0,0	0,6	0,5	0,1	-	-
II	1,2	0,0	0,2	0,0	0,4	0,4	0,1	-	-

Fuente: Eurostat.

1) La utilización de servicio □

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes		Precios constantes					Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,2	-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	106,0	8,2	105,9	4,9	1,6	102,8	0,8	0,7	0,8	0,3	2,3	922	1,1
2004 III	104,6	7,2	106,5	5,6	1,4	102,8	0,7	0,3	0,9	1,2	2,1	904	-3,4
IV	110,7	9,9	107,2	5,1	1,6	103,1	0,9	1,0	0,7	0,7	1,8	941	3,6
2005 I	105,9	3,1	106,7	2,5	1,9	103,9	1,0	1,0	1,1	0,6	0,4	921	0,4
II	108,3	1,1	.	.	1,7	103,7	0,8	0,2	0,9	.	0,9	938	1,0
2005 Ene	107,9	6,9	106,2	5,4	1,2	104,1	0,7	0,0	0,8	-1,1	0,6	922	1,5
Feb	105,1	3,3	106,8	3,3	2,0	103,7	1,0	1,4	0,8	-0,9	0,4	910	-2,3
Mar	104,7	-0,3	107,1	-0,4	2,4	103,8	1,4	1,5	1,6	3,9	0,3	931	1,7
Abr	107,2	1,8	111,0	4,3	0,3	102,7	-0,9	-2,2	-0,1	0,8	-0,2	939	1,0
May	107,1	-3,6	107,8	5,0	3,0	104,0	2,0	1,7	2,1	1,9	2,1	894	-4,2
Jun	110,5	5,0	.	.	1,9	104,4	1,1	1,3	0,8	.	0,8	981	6,1
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Ene	-	-9,6	-	-2,2	0,7	-	1,0	0,7	0,8	1,2	0,3	-	-0,3
Feb	-	-2,6	-	0,5	-0,1	-	-0,4	-0,2	-0,3	-1,2	-0,4	-	-1,4
Mar	-	-0,3	-	0,3	-0,1	-	0,1	-0,1	0,4	1,8	0,3	-	2,3
Abr	-	2,4	-	3,7	-0,1	-	-1,0	-2,0	-0,5	0,5	0,1	-	0,9
May	-	-0,1	-	-2,9	0,9	-	1,2	2,2	0,6	-1,7	0,7	-	-4,8
Jun	-	3,1	-	.	0,4	-	0,4	0,2	0,4	.	0,2	-	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 manufactu

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	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 ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 II	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
III	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
IV	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 I	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	11	6	7	18
II	-14	-20	-7	-8	-13	13	1	9	1	8	17
2005 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 trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,2	7,3	25,0	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,496	1,5	1,7	0,2	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,457	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	-1,9	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,576	0,6	0,4	1,3	-0,9	-1,6	1,0	0,9	2,5	0,8
2004 I	135,985	0,3	0,2	0,7	-1,4	-2,2	-0,1	0,8	2,5	0,8
II	136,303	0,5	0,4	1,2	-1,1	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
III	136,614	0,6	0,4	1,7	-0,4	-1,8	2,0	0,8	2,3	0,8
IV	136,868	0,8	0,7	1,4	-0,7	-0,8	1,6	1,1	2,5	0,9
2005 I	136,989	0,8	0,8	1,2	-1,2	-1,1	2,1	1,0	2,4	1,1
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 I	0,224	0,2	0,3	-0,5	-0,3	-0,6	0,0	0,1	1,1	0,3
II	0,318	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
III	0,311	0,2	0,0	1,3	0,0	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
IV	0,254	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,2	-0,5	0,2	0,5	0,3
2005 I	0,121	0,1	0,2	-0,8	-1,0	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		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) Adu□
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,2	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-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

F□

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

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,5	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 ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,0	58,8	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,0	28,5	26,5	68,3	1,8
2001	68,9	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,3	2,1	15,6	26,6	26,7	67,4	1,5
2002	68,8	57,3	6,4	4,8	0,3	8,9	60,0	1,9	16,5	25,4	27,0	67,5	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	8,9	61,2	1,8	15,3	26,5	28,3	69,1	1,0
2004	70,6	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,8	0,8	15,5	27,1	28,0	69,6	1,0

3. Países de la zona del euro⁶⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	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 □
- 6) Las ratios □

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

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

3) Incluye, además del impacto de los movimientos □

4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.

6) Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.

10) Incluye prin □

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

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

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión			Transf. de capital
1999 I	47,8	44,5	10,5	4,4	4,5	25,1	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	1,0
II	47,8	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,6
III	47,8	44,1	10,4	4,6	4,0	25,2	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
IV	51,1	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	46,6	43,2	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
II	47,0	43,5	10,4	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
III	43,8	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	46,4	11,1	5,3	3,8	26,2	22,2	1,7	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 I	46,2	42,7	10,2	4,1	4,1	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
II	47,2	43,6	10,5	4,7	4,0	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	46,7	43,2	10,4	4,2	3,8	24,8	21,5	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
II	47,6	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	47,1	11,2	5,7	3,4	26,8	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	44,1	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
IV	52,0	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 I	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
II	47,3	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
III	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
IV	51,8	46,6	11,1	5,7	3,1	26,7	23,0	1,4	5,2	3,1	1,9	-1,4	1,7
2005 I	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,7	1,0	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,8

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

- 1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE no están incluidas. La inclusión de estas transacciones supondría, en promedio, un incremento de los recursos y empleos de aproximadamente el 0,2% del PIB. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

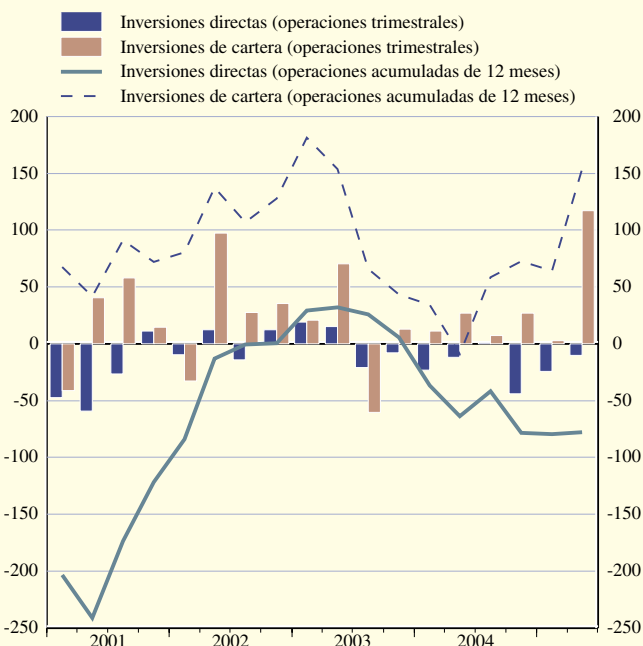
	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	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 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
II	-15,1	19,4	7,5	-26,2	-15,8	3,9	-11,2	36,9	-10,5	116,8	4,9	-77,1	2,7	-25,6
2004 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	-3,0	6,9	2,8	-7,4	-5,3	1,7	-1,3	36,3	3,3	22,7	0,4	7,3	2,6	-34,9
Jun	-2,1	8,2	2,3	-6,3	-6,3	1,9	-0,2	18,4	-8,9	105,1	5,1	-83,8	0,9	-18,3
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2005 Jun	12,8	77,5	25,7	-30,5	-60,0	15,1	27,9	49,0	-77,6	153,9	-8,4	-32,4	13,4	-77,0

C26 Cuenta corriente

(mm de euros)

C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

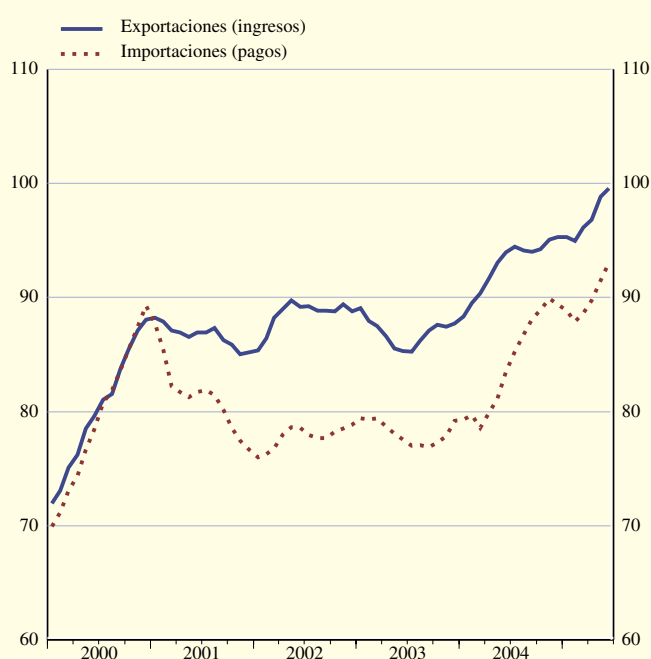
(mm de euros; operaciones)

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 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
II	489,7	504,8	-15,1	306,8	287,4	89,4	81,9	77,1	103,3	16,5	32,2	5,4	1,5
2005 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	159,5	162,4	-3,0	100,9	94,0	28,9	26,1	24,2	31,6	5,5	10,8	2,1	0,4
Jun	170,1	172,2	-2,1	106,7	98,4	32,0	29,7	26,0	32,3	5,4	11,8	2,4	0,4
	Datos desestacionalizados												
2004 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	.	.
II	479,6	479,5	0,1	298,7	279,2	87,2	83,6	72,0	83,3	21,8	33,5	.	.
2004 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	161,1	159,2	1,9	101,0	93,5	28,8	27,4	24,0	26,7	7,3	11,6	.	.
Jun	159,3	161,8	-2,5	100,1	93,9	30,0	29,5	22,2	27,0	6,9	11,4	.	.

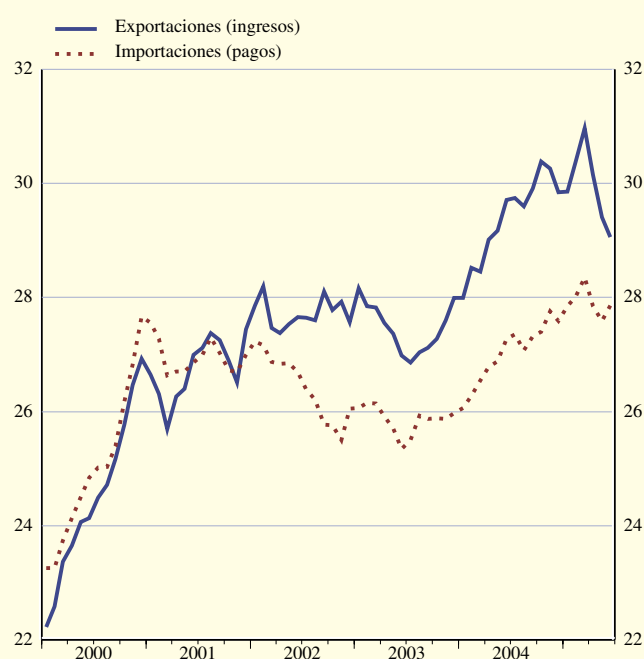
C28 Bienes

(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 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
II	-28,5	-22,5	-2,6	-19,9	-5,9	0,0	-6,0	18,0	4,9	0,7	4,2	13,1	0,2	12,9
2004 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	5,0	-5,7	-0,6	-5,1	10,8	0,0	10,8	-1,8	-1,8	0,2	-2,0	0,0	0,0	0,0
Jun	-21,2	-18,9	-0,7	-18,2	-2,3	0,0	-2,3	12,4	-1,8	0,2	-2,0	14,1	0,0	14,1

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		Pasivos	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	Activos		Pasivos
			AAPP	Otros sectores	AAPP			Otros sectores							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,9	-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 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
2004 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
2004 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
2005 II	-0,1	22,4	-14,4	.	36,6	-0,7	-32,6	-42,9	.	163,6	-0,4	-11,6	-2,6	.	-0,7
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2005 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
2005 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
2005 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
2005 May	0,0	6,7	-10,9	-	25,9	-0,1	-15,6	-6,7	-	29,7	0,0	-2,6	-6,8	-	3,2
2005 Jun	0,0	4,4	-0,4	-	57,5	0,3	-8,7	-21,0	-	76,9	-0,1	4,0	1,0	-	-8,7

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-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 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
2004 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
2004 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
2005 II	-158,5	81,4	-1,2	0,6	-8,9	-10,0	-2,4	-97,6	42,2	-20,9	24,0	-76,7	18,2	-50,9	11,6	41,0
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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	1,2	-34,1	94,1	-9,1	11,5	-25,0	82,6	-18,4	-16,1	5,3
2005 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
2005 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
2005 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
2005 May	-11,0	18,3	-0,8	-0,2	-0,1	1,8	0,4	18,8	19,1	-4,6	10,8	23,4	8,3	-28,8	-4,7	-1,0
2005 Jun	-28,4	-55,4	-0,5	0,9	-3,0	-6,1	-0,6	-18,7	-69,1	-5,9	13,0	-12,8	-82,1	-6,1	6,5	13,4

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	-0,3	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.

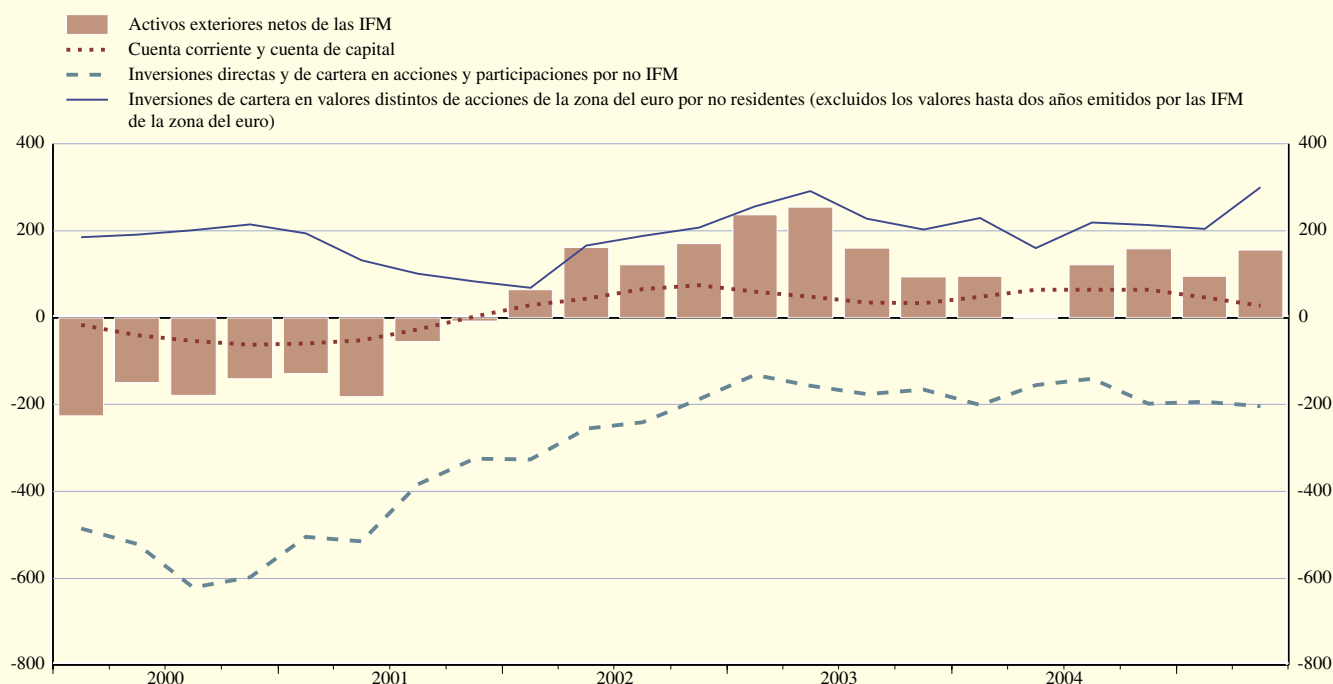
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
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 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
II	-11,2	-25,8	17,8	-59,9	10,7	168,4	-59,8	38,6	4,9	-25,6	58,0	60,8
2004 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	-1,3	5,6	-1,8	-24,4	14,2	30,8	-29,0	-0,6	0,4	-34,9	-41,1	-39,0
Jun	-0,2	-20,5	12,3	-20,5	53,8	78,6	-9,2	12,8	5,1	-18,3	94,0	98,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Jun	27,9	-149,2	85,5	-188,2	152,7	300,7	-97,7	74,4	-8,4	-77,0	120,9	156,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	23,2	20,8	0,0	0,0	0,6	0,1	20,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
Pagos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	8,0	0,9	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	6,4
Neto												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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
Inversiones directas	-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
Inversiones de cartera: activos	-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
Otras inversiones	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

(saldos vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 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	-11,8	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	106,1	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 II	8.317,6	109,2	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
III	8.429,8	110,7	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
IV	8.525,7	112,0	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 I	9.028,6	114,7	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	118,5	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
III	9.143,9	120,1	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
IV	9.399,8	123,4	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 I	9.960,0	126,5	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	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM
	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	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 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 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
2005 Jul	296,2	135,2	381,223	4,2	14,7	142,0	8,3	29,2	104,8	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-16,3
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 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 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
2005 July	39,7	8,2	23,145	0,2	0,0	31,4	2,1	6,5	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,1

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,7	506,0	235,2	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	512,4	227,9	309,5	949,2	984,7	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,1	500,8	222,9	300,4	925,3	988,8	553,9	164,3	241,0	716,0	109,0
2004	8,6	8,9	1.145,5	540,7	242,4	310,3	988,3	1.073,4	596,8	179,0	252,4	760,2	128,2
2004 I	4,8	0,0	278,2	131,0	59,1	75,9	241,4	252,5	138,3	42,0	62,4	183,1	26,3
II	11,9	9,3	286,7	134,8	60,0	78,7	245,7	263,6	145,8	45,2	62,2	186,0	29,3
III	8,9	14,5	288,9	137,0	61,0	78,4	249,6	277,1	156,1	45,1	63,9	193,7	36,2
IV	8,9	12,3	291,7	137,9	62,3	77,3	251,6	280,1	156,7	46,7	63,9	197,4	36,5
2005 I	3,5	8,8	291,5	137,4	61,7	77,2	255,0	277,3	154,6	44,6	63,1	196,8	36,0
II	6,2	10,9	300,9	142,1	62,6	80,0	256,9	288,8	161,5	48,3	64,6	200,4	38,1
2005 Ene	6,7	10,7	97,2	45,9	20,6	25,8	85,9	92,0	50,5	15,0	20,9	65,4	11,3
Feb	3,9	8,4	96,7	45,6	20,3	25,4	83,4	91,5	50,3	14,5	20,9	65,1	11,0
Mar	0,7	7,6	97,6	45,9	20,7	26,0	85,7	93,8	53,7	15,1	21,4	66,3	13,7
Abr	4,9	10,6	99,4	47,2	20,9	26,2	85,4	95,0	53,3	16,2	21,0	66,0	13,3
May	7,1	12,9	101,0	47,3	20,7	26,4	86,4	96,7	54,5	15,4	21,3	67,5	12,9
Jun	6,7	9,3	100,5	47,6	21,1	27,5	85,2	97,1	53,7	16,7	22,3	66,9	11,9
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	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	89,5	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	101,8	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,5	6,2	117,8	113,9	118,7	118,7	117,1	107,8	102,5	105,5	116,8	106,0	104,5
2004 I	7,7	4,9	115,9	112,3	116,3	117,2	115,6	105,6	101,5	99,4	116,5	103,7	101,6
II	11,4	6,1	117,8	113,8	117,2	119,9	116,4	106,5	101,5	105,8	115,3	103,9	99,6
III	7,5	8,2	118,0	114,5	118,6	119,5	117,6	109,0	104,2	105,3	117,2	107,0	113,1
IV	7,5	5,8	119,6	115,0	122,6	118,3	118,9	110,0	102,8	111,5	118,1	109,5	103,8
2005 I	1,4	2,6	119,0	113,5	121,7	117,7	120,0	109,4	102,2	108,2	116,4	109,2	106,4
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Ene	5,0	6,1	119,5	114,5	121,8	118,4	121,4	110,5	103,4	110,3	115,7	109,3	109,6
Feb	1,5	2,2	118,6	112,9	120,0	116,5	117,9	108,3	99,5	105,5	115,7	108,3	97,4
Mar	-1,5	-0,1	118,9	113,1	123,2	118,3	120,6	109,3	103,9	108,7	117,9	110,0	112,4
Abr	2,9	3,7	120,9	115,8	123,3	119,4	120,1	109,6	101,5	117,7	116,2	110,0	102,7
May	5,9	8,2	122,9	116,9	122,8	120,3	121,9	112,5	105,2	111,5	118,3	112,4	104,9
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,7
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,9	98,7	95,3	93,4	92,2	92,3	97,0	94,8	84,3
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,7	97,2	93,3	97,8	96,1	95,8
III	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,9	96,8	99,3	101,4	93,5	98,7	97,2	104,1
IV	1,2	6,1	97,3	97,5	94,0	99,6	96,6	99,5	103,1	91,5	98,1	96,8	114,5
2005 I	2,1	6,0	97,7	98,3	93,7	99,9	97,0	99,0	102,3	90,0	98,2	96,7	110,2
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Ene	1,6	4,3	97,4	97,6	93,9	99,6	96,8	97,5	99,3	89,1	98,2	96,4	100,6
Feb	2,4	6,1	97,6	98,4	93,8	99,7	96,9	99,0	102,6	90,1	98,0	96,8	110,7
Mar	2,2	7,7	98,2	99,0	93,3	100,4	97,3	100,5	105,0	90,8	98,4	97,0	119,3
Abr	1,9	6,6	98,4	99,3	94,0	100,2	97,3	101,5	106,6	90,3	98,0	96,7	126,9
May	1,1	4,3	98,3	98,8	93,4	100,2	96,9	100,7	105,2	90,3	98,1	96,7	119,9
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos de BCE



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del periodo; índice 1999 I=100)

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

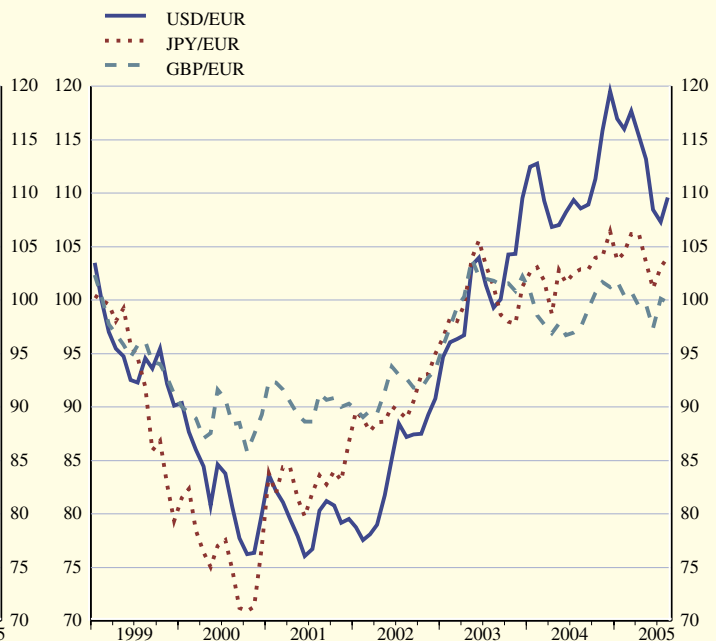
C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2004 IV	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1.415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 I	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1.340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
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 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
Ago	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1.255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Ago	0,0	-0,9	-0,3	2,1	0,9	-0,3	0,5	2,1	0,9	0,6	0,0	0,9
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Ago	0,3	1,7	2,4	1,0	1,1	0,9	-10,9	0,6	-2,1	-7,4	-5,0	-5,8
	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 ¹⁾ 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 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
Ago	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	3,5034
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Ago	-1,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,0	-1,3	0,0	-0,5	0,0	-1,7
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Ago	-6,4	0,0	-0,9	5,7	0,0	-1,8	0,7	-8,7	-0,2	-3,6	0,0	-
	Yuan renminbi chino ²⁾ 25	Kuna croata ²⁾ 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia ²⁾ 28	Ringgit malasio ²⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino ²⁾ 31	Rublo ruso ²⁾ 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés ²⁾ 34	Nueva lira turca ³⁾ 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	1.741,2	
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 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	
Ago	9,9589	7,3684	78,37	12.283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Ago	0,6	0,8	0,0	4,1	1,4	-0,3	2,0	1,3	-1,6	0,8	2,5	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Ago	-1,2	0,0	-10,0	9,0	-0,1	-5,0	1,1	-1,6	1,2	0,1	-	

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, e²

3) Los d³



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 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 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
Jul	1,4	1,9	3,9	1,3	6,3	1,9	3,6	1,7	1,5	2,0	2,0	0,7	2,3
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB¹⁾													
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	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	1,4	-3,2
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB¹⁾													
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
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 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
Jul	3,35	3,21	-	4,84	3,87	3,61	6,13	4,55	4,72	3,78	3,22	3,06	4,31
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 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
Jul	1,78	2,16	2,33	3,92	2,71	2,32	6,50	3,28	4,68	4,04	2,89	1,64	4,66
PIB real													
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	2,6	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	2,1	2,1
II	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	5,1	2,0	1,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
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
Costes laborales unitarios													
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	2,8	4,6
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,7
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	18,0	5,8	16,1	6,3	4,6
II	7,8	4,9	7,9	5,0	9,1	8,2	6,3	6,7	17,8	5,9	15,5	.	.
2005 Mar	8,0	4,9	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,0	5,8	15,8	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	7,8	4,9	7,9	5,0	9,1	8,2	6,3	6,7	17,8	5,9	15,5	.	4,7
Jun	7,8	4,8	7,8	5,3	9,0	7,9	6,3	6,6	17,7	5,9	15,4	.	.
Jul	7,7	.	7,6	5,3	8,8	7,8	6,4	6,5	17,6	5,9	15,2	.	.

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

1) Las ratio □

9.2 En Estados Unidos y Japón

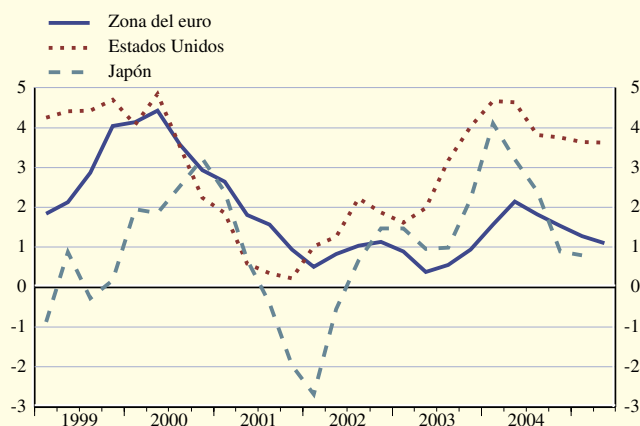
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,2	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	2,9	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-2,9	4,2	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 II	2,9	-4,6	4,6	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,8	48,2
III	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
IV	3,3	-1,5	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 I	3,0	2,5	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
II	2,9	3,7	3,6	3,3	5,1	4,7	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 Abr	3,5	-	-	3,2	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	-	-
May	2,8	-	-	3,0	5,1	4,4	3,27	4,14	1,2694	-	-
Jun	2,5	-	-	3,6	5,0	4,8	3,43	4,00	1,2165	-	-
Jul	3,2	-	-	2,9	5,0	5,0	3,61	4,16	1,2037	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	3,80	4,26	1,2292	-	-
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	.	.	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 Abr	0,0	0,8	-	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	-	-
May	0,2	1,1	-	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	-	-
Jun	-0,5	.	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
Jul	-0,3	.	-	-2,2	.	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
Ago	.	.	-	.	.	.	0,06	1,43	135,98	-	-

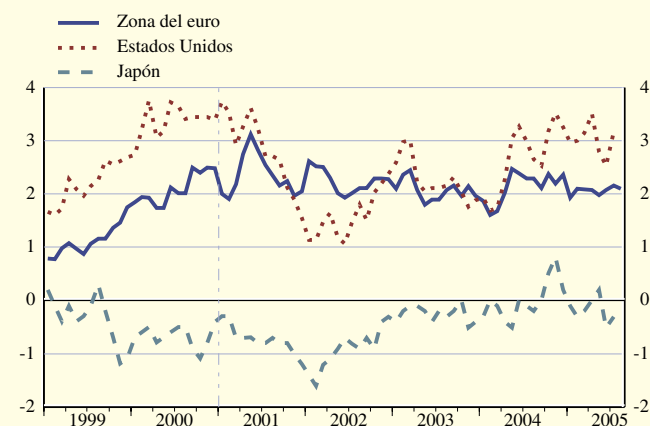
C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C34 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

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

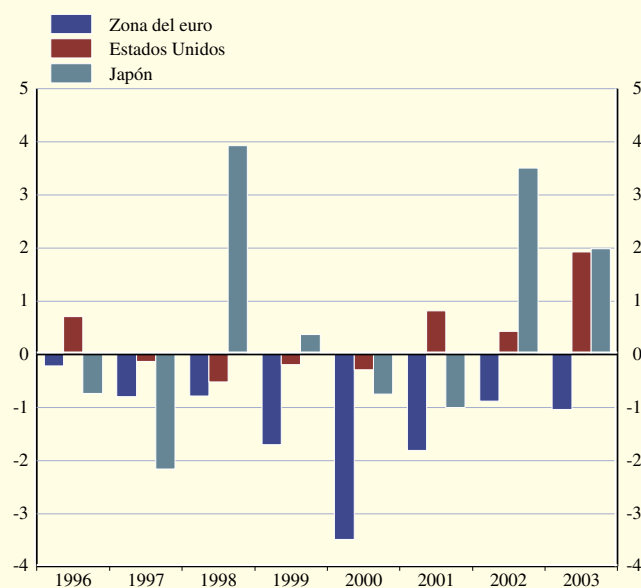
9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

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

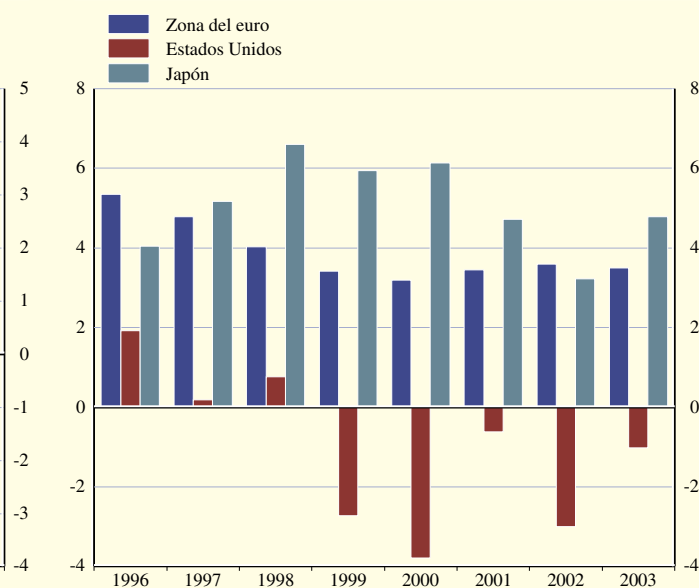
C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C36 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

2) Form□

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C18	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C19	Nuevos depósitos a plazo	S38
C20	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C21	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C22	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C23	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C25	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C26	Cuenta corriente	S54
C27	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C28	Bienes	S55
C29	Servicios	S55
C30	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S59
C31	Tipos de cambio efectivo	S66
C32	Tipos de cambio bilaterales	S66
C33	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C34	Índices de precios de consumo	S69
C35	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C36	Capacidad de financiación de los hogares	S70



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopila información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones, y las «operaciones» utilizadas en los agregados monetarios.

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

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

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO I DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y transferencias corrientes, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de servicios también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los pagos de las transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 31 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 Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95³. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos relativos a los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que se presentan en la columna 2 del cuadro 4.2.1 son bastante comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1.

Las emisiones brutas totales del total de los valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 corresponden a los datos de las emisiones brutas totales realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 6 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo de la columna 6 de la sección 4.1 y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable de la columna 7 del cuadro 2 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes de la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las ac-

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

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

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

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

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

dio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas 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 nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden 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) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁶, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁷. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el

empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

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° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁸, 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° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 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° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁹, 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)¹⁰, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmf.org). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes

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 EUROSISTEMA¹



9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

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

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

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

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

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

6 DE FEBRERO DE 2003

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

6 DE MARZO DE 2003

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

3 DE ABRIL DE 2003

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

8 DE MAYO DE 2003

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

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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

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

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

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

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

5 DE JUNIO DE 2003

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

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

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003, Y 8 DE ENERO DE 2004

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

12 DE ENERO DE 2004

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

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de 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, 4 DE AGOSTO
Y 1 DE SEPTIEMBRE DE 2005**

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



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



FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el segundo trimestre del 2005, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 291.541, por un importe de 1.919 mm de euros. Ambas medias son las más elevadas registradas desde que se puso en funcionamiento TARGET en enero de 1999. En comparación con el trimestre anterior, ello supuso un incremento del 5% en el número de pagos y del 2% en su importe.

La cuota total de mercado de TARGET se mantuvo en los mismos niveles, tanto en el importe (89%) como en el número de órdenes procesadas (58%). Si se compara con el mismo período del año anterior, la cuota de mercado del importe ha crecido un 2%, lo que, en gran medida, podría tener su explicación en el aumento del 18% experimentado en el segmento de pagos de clientes entre Estados miembros.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó en el segundo trimestre del 2005 una media diaria de 222.025 pagos intra-Estado miembro, por un importe de 1.275 mm de euros, lo que supuso un incremento del 6% en el número de operaciones y un 2% en su importe, en comparación con el trimestre precedente. En relación con el mismo período del año 2004, el número de operaciones creció un 6%, y el importe, un 9%. Las operaciones intra-Estado miembro procesadas por TARGET representaron el 76,2% del total de pagos y el 66,4% de su importe. El importe medio de estas operaciones se redujo, pasando de 5,9 millones de euros, en el primer trimestre, a 5,7 millones de euros, en el segundo. Por tramos de importes, el 67% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil mi-

Cuadro I Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	17.264.247	16.871.971	18.033.316	17.219.984	18.952.096
Media diaria	274.036	255.636	273.232	277.741	291.451
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.286.846	4.068.531	4.305.815	4.183.482	4.518.137
Media diaria	68.045	61.644	65.240	67.476	69.515
Pagos intra-Estado miembro					
Total	12.977.401	12.803.440	13.727.501	13.036.502	14.433.959
Media diaria	205.990	193.992	207.992	210.226	222.025
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	9.840.955	10.831.383	11.382.418	10.883.591	11.856.745
Media diaria	156.206	164.112	172.420	175.542	182.452
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.767.244	1.700.070	1.766.831	1.681.581	1.760.484
Media diaria	28.051	25.759	26.770	27.122	27.098
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	184.269	128.745	119.693	127.802	183.226
Media diaria	2.925	1.951	1.813	2.061	2.811
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	316.448	237.482	139.269		
Media diaria	5.023	3.598	2.360		

llones de euros se situó en 148 operaciones. El día de máxima actividad fue el 30 de junio, el último día del primer semestre, fecha en la que se procesaron un total de 319.852 pagos, por un importe de 1.843 mm de euros.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

Por lo que se refiere a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 69.515 pagos, por un importe total de 644 mm de euros en el segundo trimestre del 2005. Esta cifra superó, con respecto al primer trimestre, un aumento del 3% en el número de operaciones y un 2% en su importe. En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios aumentó menos del 1%, y su importe, un 2%. Por su parte, los pagos de clientes experimentaron un incremento del 6%, tanto en el número de operaciones como en su importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Es-

tados miembros fue del 48% en cuanto al número y del 95% en cuanto al importe. Con respecto al primer trimestre, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó desde 18 millones de euros hasta 18,3 millones de euros, y el de los pagos de clientes, desde 895.000 euros a 902.000 euros. Por tramos de importe, el 64% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 48 operaciones. El día de máxima actividad fue el 30 de junio, el último día del primer semestre, fecha en la que se procesaron 94.191 pagos, por un importe de 900 mm de euros.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el segundo trimestre del 2005, TARGET logró una disponibilidad general del 99,81%, frente al 99,73% del primer trimestre. El número de inci-

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	111.025	107.592	116.389	116.318	124.726
Media diaria	1.762	1.630	1.763	1.876	1.919
Pagos entre Estados miembros					
Total	36.046	35.378	38.226	39.152	41.846
Media diaria	572	536	579	631	644
Pagos intra-Estado miembro					
Total	74.979	72.214	78.163	77.166	82.881
Media diaria	1.190	1.094	1.184	1.245	1.275
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	10.987	10.487	11.005	10.483	10.850
Media diaria	174	159	167	169	167
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.765	4.217	4.215	3.922	4.102
Media diaria	76	64	64	63	63
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	117	117	113	122	117
Media diaria	2	2	2	2	2
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	60	110	37		
Media diaria	1	2	1		

Cuadro 3 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad II 2005
Bélgica	99,77%
Dinamarca	99,90%
Alemania	98,92%
Grecia	99,70%
España	99,96%
Francia	99,71%
Irlanda	100,00%
Italia	100,00%
Luxemburgo	99,64%
Países Bajos	100,00%
Austria	100,00%
Polonia	100,00%
Portugal	100,00%
Finlandia	100,00%
Suecia	99,56%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,83%
Disponibilidad general de TARGET	99,81%

dencias que afectaron a la disponibilidad del sistema fue de 19, 12 menos que en el trimestre anterior. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. En el segundo trimestre del 2005, se produjo una incidencia que duró más de dos horas. En el cuadro 3 se muestran las cifras disponibles para cada componente nacional de TARGET

y para el mecanismo de pagos del BCE. En el segundo trimestre, el 95,62% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesaron en menos de cinco minutos, el 3,78%, de cinco a quince minutos, y el 0,30%, entre quince y treinta minutos. En promedio, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en 209 de los pagos procesados diariamente, lo que debe considerarse en el contexto de una media de 69.515 pagos entre Estados miembros procesados diariamente.

TARGET EN SIBOS, COPENHAGE

Desde el año 2000, el Eurosistema ha presentado el sistema TARGET en la conferencia anual de Sibos, organizada por SWIFT. Este año, el Eurosistema estará de nuevo presente en Sibos, del 5 al 8 de septiembre de 2005. Esta presencia se considera una ocasión excelente para que los participantes en la conferencia conozcan mejor el euro, los servicios financieros disponibles en la zona del euro, el sistema TARGET y TARGET2, la segunda generación del sistema. El stand del Eurosistema facilitará información actualizada en todo tipo de soportes, y su personal estará encantado de responder a las preguntas de los visitantes. Además, el martes 6 de septiembre, de 16:00 a 17:30, se organizará una sesión de especial interés sobre TARGET2.



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 junio y agosto 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. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. 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.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por Tomas Garbaravicius y Frank Dierick, agosto 2005.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 509 «Productivity shocks, budget deficits and the current account», por M. Bussière, M. Fratzscher y G. J. Müller, agosto 2005.
- 510 «Factor analysis in a New-Keynesian model», por A. Beyer, R. E. A. Farmer, J. Henry y M. Marcellino, agosto 2005.
- 511 «Time or state-dependent price-setting rules? Evidence from Portuguese micro-data», por D. A. Dias, C. R. Marques y J. M. C. Santos Silva, agosto 2005.
- 512 «Counterfeiting and inflation», por C. Monnet, agosto 2005.
- 513 «Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the euro area», por G. Coenen y R. Straub, agosto 2005.
- 514 «Gains from international monetary policy coordination: does it pay to be different?», por Z. Liu y E. Pappa, agosto 2005.
- 515 «An international analysis of earnings, stock prices and bond yields», por A. Durré y P. Giot, agosto 2005.
- 516 «The European Monetary Union as a commitment device for new EU Member States», por F. Ravenna, agosto 2005.
- 517 «Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II», por P. Van Roy, agosto 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.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005), (data for the period 1999-2003)», agosto 2005.

«Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)», agosto 2005.

«Prestación de servicios de pequeños pagos en euros a las entidades de crédito por parte de los bancos centrales - Declaración», agosto 2005.

«Las estadísticas del BCE: resumen», agosto 2005.

«Result of oversight assessment of retail payment systems in euro», agosto 2005.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.

«TARGET - the current system», septiembre 2004.

«TARGET - the current system» (actualización 2005), agosto 2005.

«TARGET2 - the future TARGET system» (actualización 2005), agosto 2005.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

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.