



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  
OCTUBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 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 5 de octubre de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	17
Precios y costes	36
Producto, demanda y mercado de trabajo	45
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	55
<b>Recuadros</b>	
1 Evolución reciente de la IDE en los nuevos Estados miembros de Europa Central	12
2 La evolución del capital inversión y del capital riesgo en Europa	23
3 Exceso de reservas e instrumentación de la política monetaria del BCE	27
4 Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina	36
5 Liberalización del comercio y su impacto en el sector textil y de la confección de la zona del euro	41
6 Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: ¿son cíclicos o están determinados por la tendencia?	46
7 Evolución de la calidad del trabajo en la zona del euro y sus efectos en el crecimiento de la productividad	52
<b>ARTÍCULOS</b>	
Demanda de dinero e incertidumbre	61
Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros	79
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004</b>	<b>V</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>XI</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de octubre de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno concluyó que, a pesar de las nuevas presiones al alza sobre los precios derivadas principalmente de la evolución de los mercados del petróleo, la orientación de la política monetaria continúa siendo apropiada. Al mismo tiempo, los riesgos alcistas para la estabilidad de precios justifican una actitud de extrema vigilancia. Es esencial que el incremento de la tasa de inflación actual no se traduzca en un aumento de las presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. Asimismo, resulta necesario mantener una extrema vigilancia ante la abundancia de liquidez en la zona. Los tipos de interés de la zona del euro se mantienen en unos niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales, por lo que siguen constituyendo un estímulo para la actividad económica. Para mantener dicho estímulo, es imprescindible que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, el crecimiento en tasa intertrimestral del PIB real fue del 0,4% en el primer trimestre del 2005 y del 0,3% en el segundo trimestre, habiéndose visto moderado, particularmente, por el incremento de los precios del petróleo. En consonancia con las proyecciones de los expertos del BCE publicadas en septiembre, los indicadores procedentes de las encuestas más recientes corroboran, en conjunto, la percepción de que el crecimiento económico podría experimentar un repunte gradual a partir del segundo semestre de este año. En el entorno exterior, la continuación del crecimiento de la demanda mundial debería favorecer las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería beneficiarse

del mantenimiento de las favorables condiciones de financiación y del vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales. El consumo debería recuperarse de forma gradual, en línea con la evolución esperada de la renta real disponible.

Estas perspectivas para la actividad económica siguen sujetas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con los precios del petróleo, con la preocupación relativa a los desequilibrios mundiales y con el bajo nivel de confianza de los consumidores. De forma temporal, han surgido nuevas incertidumbres en torno a las repercusiones económicas de los huracanes que recientemente se han producido en Estados Unidos, y que por el momento, se estiman limitadas y de corta duración.

En lo que concierne a la evolución de los precios, principalmente los recientes incrementos de los precios del petróleo han llevado las tasas de inflación a niveles significativamente superiores al 2%. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,5% en septiembre, frente al 2,2% registrado en los dos meses anteriores, y es probable que continúe siendo elevada a corto plazo. A la hora de interpretar este aumento de la tasa de inflación interanual, es fundamental distinguir claramente entre factores temporales a corto plazo, por un lado, y aquéllos de carácter más duradero, por otro.

Si bien no se dispone aún de información detallada sobre la evolución de los componentes del IAPC de septiembre, parece que las subidas de los precios del petróleo han desempeñado de nuevo un papel importante, exacerbadas en esta ocasión por un aumento mucho más acusado de los precios de la gasolina debido a las excepcionales limitaciones de la capacidad de las refinerías, a consecuencia de los dos huracanes que han afectado a Estados Unidos. Si se confirma una normalización gradual de este segmento del mercado, podría producirse una remisión de los pronunciados incrementos de los diferenciales entre los precios del petróleo y los de los productos refinados. Por consiguiente, es posible que tales incrementos sean temporales.



No obstante, en este momento no existen indicios de que los precios del petróleo vayan a moderarse significativamente en un futuro próximo. Por el contrario, los mercados esperan que permanezcan en niveles elevados, impulsados principalmente por la pujanza de la demanda mundial y, en cierta medida, por determinados elementos de fragilidad del lado de la oferta. En consecuencia, la valoración del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los precios se fundamenta en este escenario.

El principal factor a tener en cuenta es la forma en que esta evolución afectará a las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. Por el momento, continúa sin haber evidencias significativas de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En concreto, los aumentos salariales se han mantenido moderados en los últimos trimestres y, dada la debilidad de los mercados laborales, esta tendencia debería proseguir en el futuro inmediato. Por tanto, el escenario de referencia continúa contemplando tasas de inflación elevadas a corto plazo y, posteriormente, una disminución gradual de las mismas.

Sin embargo, los riesgos al alza para este escenario han aumentado. Éstos están relacionados con la persistencia de la incertidumbre referida a la evolución del mercado del petróleo, con la posibilidad de una repercusión mayor que la observada hasta el momento —consecuencia del traslado a los consumidores de las subidas del precio del petróleo a través del proceso de producción interna— y con los efectos secundarios que pudieran derivarse de la fijación de precios y salarios. Todos estos factores revisten gran importancia en la valoración del Consejo de Gobierno sobre la estabilidad de precios a medio plazo. Por otra parte, hay que tener en cuenta la posibilidad de que se produzcan incrementos adicionales de los precios administrados y los impuestos indirectos, por lo que se requiere una actitud de extrema vigilancia a fin de garantizar que las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en la zona del euro.

El análisis monetario aporta información adicional sobre las perspectivas de inflación en horizontes temporales a medio y largo plazo. El creci-

miento del dinero y del crédito ha continuado siendo vigoroso en la zona del euro durante los últimos meses y la tasa de crecimiento interanual de M3 supera actualmente el 8%. La fortaleza del crecimiento monetario ha obedecido principalmente al impulso creciente de los bajos niveles de los tipos de interés. En los últimos meses, la dinámica a corto plazo de M3 se ha acelerado y el crecimiento del endeudamiento, en especial de los préstamos hipotecarios, continúa siendo muy intensa. En este contexto, es necesario realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios en algunos mercados inmobiliarios. El auge del crecimiento monetario y del crédito, dada la ya abundante situación de liquidez, apunta a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En síntesis, el análisis económico indica que la subida de los precios del petróleo y de la gasolina, en particular, implica revisiones al alza de las perspectivas para la evolución de los precios a corto plazo. Aunque las presiones inflacionistas internas a medio plazo siguen siendo moderadas en la zona del euro, ha de tenerse en cuenta la presencia de riesgos alcistas significativos. Asimismo, el análisis monetario indica la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

En conjunto, el contraste de la información proveniente de los dos pilares confirma la necesidad de una extrema vigilancia 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 sigue contribuyendo de forma significativa a la recuperación del crecimiento económico.

Por lo que se refiere a las políticas presupuestarias de la zona del euro, la información más reciente vuelve a presentar un panorama muy desigual. Algunos países aún registran desequilibrios significativos, mientras que otros mantienen posiciones presupuestarias saneadas. La mayoría de los países de la zona del euro están ultimando la elaboración de sus presupuestos para el 2006. Es esencial que los próximos presupuestos incorporen el objetivo de un saneamiento presupuestario que avance al

ritmo apropiado y que se integre en una estrategia de reforma global adecuada. Ello contribuirá a reforzar la confianza en la zona del euro, al fortalecer las expectativas de unas finanzas públicas sostenibles y favorables al crecimiento y aumentar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado. En cuanto a la incidencia de los elevados precios del petróleo en las finanzas públicas, es necesario proseguir con el saneamiento de los presupuestos. Además, como afirmaba la última declaración del G7, los subsidios y la fijación artificial de precios máximos que limitan el precio del petróleo y de los productos petrolíferos afectan negativamente al mercado mundial y han de evitarse. Tales medidas tampoco redundan a largo plazo en beneficio de las economías afectadas, pues todas las economías tendrán que ajustarse finalmente al aumento de los precios del petróleo.

La trayectoria de los costes laborales unitarios (CLU) de la zona del euro desempeña un papel destacado a la hora de determinar los patrones de inflación y competitividad en todos los países de la misma. Desde la introducción de la moneda única, los incrementos acumulados de los CLU registrados en varios países de la zona del euro han sido significativamente superiores a la media de la zona, mientras que en otros han sido notablemente inferiores a dicha media.

Es necesario comprender que ciertas diferencias entre las tasas de crecimiento de los CLU constituyen una característica natural del correcto funcionamiento de toda unión monetaria, puesto que pueden deberse a procesos de convergencia o a ajustes necesarios ante perturbaciones anteriores. A este respecto, es muy posible que se haya subestimado la flexibilidad de la zona del euro en las primeras fases de su existencia.

Al mismo tiempo, no hay margen para la complacencia. En varios países de la zona del euro, el incremento de los salarios se ha situado de forma persistente en niveles muy superiores al crecimiento de la productividad del trabajo, dando lugar a un alza relativamente fuerte de los CLU durante un periodo prolongado, al aumento de las presiones inflacionistas y a pérdidas de competitividad. Esto podría deberse, al menos parcialmente, a rigideces salariales —como la indicación explícita o *de facto* de los salarios nominales a los precios o el elevado nivel de los salarios de reserva determinado por la cuantía de las prestaciones de desempleo—, al bajo crecimiento de la productividad del trabajo y a la falta de competencia en algunos sectores.

En un contexto de perturbaciones externas, como las acusadas subidas de los precios del petróleo, la necesidad de aumentar la fortaleza de las economías de la zona del euro acelerando las reformas estructurales es aún mayor. Tales reformas, unidas a la culminación del mercado interior de la UE, favorecerían una evolución de los CLU propicia a la estabilidad de precios y mejorarían el funcionamiento de los mecanismos de ajuste de la zona del euro, fortaleciendo así las bases de un crecimiento sostenido del producto y del empleo.

En la presente edición del Boletín Mensual se publican dos artículos. El primero evalúa el impacto de la incertidumbre económica y financiera sobre la demanda de dinero de la zona del euro, centrándose en particular en la influencia de dicha incertidumbre en las decisiones de cartera. El segundo se refiere al funcionamiento de los sistemas financieros de los países industrializados, empleando un marco conceptual integral y presentando una selección de indicadores económicos relevantes.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En general, la economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido, si bien los huracanes que han azotado recientemente el Golfo de México han provocado un cierto debilitamiento de la actividad en Estados Unidos. Como se espera que los efectos de los huracanes sean transitorios y relativamente localizados, las perspectivas de la economía mundial siguen siendo relativamente favorables. Las presiones inflacionistas continúan estando, en general, bastante bien contenidas, aunque las perturbaciones experimentadas en el suministro de petróleo y productos refinados como consecuencia de los huracanes podrían dar lugar a un cierto aumento de las tasas de inflación.

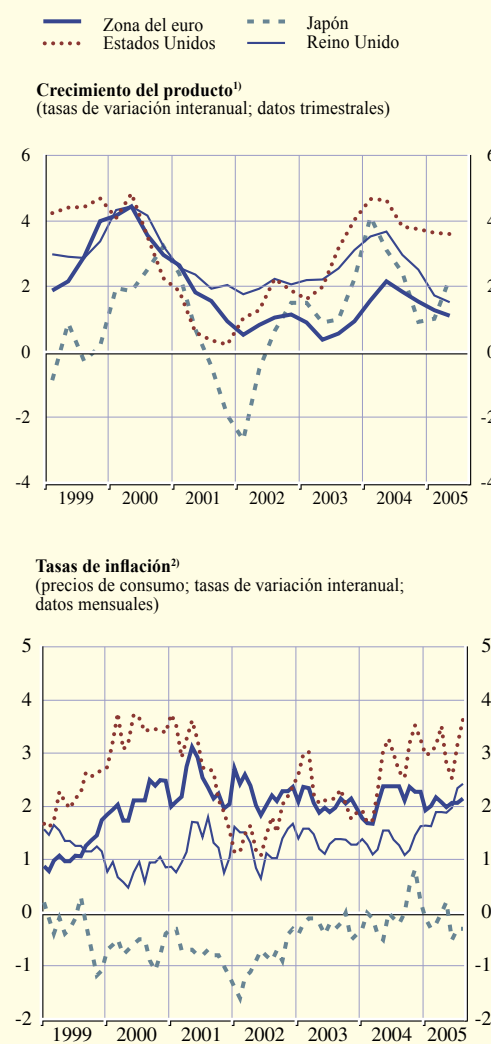
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. A juzgar por los indicadores disponibles, los huracanes Katrina y Rita han provocado un debilitamiento transitorio de la actividad económica, el empleo y la confianza de los consumidores en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la economía china sigue creciendo a una tasa más o menos sostenida y el proceso de recuperación en Japón se mantiene por buen camino. Los datos de las encuestas indican que, aunque el sector manufacturero ha recobrado cierto impulso, la actividad a nivel mundial parece seguir estando respaldada por los servicios. Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan estando, en general, bastante bien contenidas. Aunque la inflación general medida por los precios de consumo ha repuntado últimamente en muchos países como consecuencia del alza de los precios del petróleo, los incrementos interanuales de los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, han sido más moderados y se han situado en torno a una media del 1,9% en julio en los países de la OCDE.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, se prevé que la destrucción causada por los huracanes que han azotado recientemente el Golfo de México dé lugar a una desaceleración de la actividad y a un aumento de los precios de consumo en otoño. Además de las pérdidas de producción a escala regional, los huracanes están afectando a la evolución macroeconómica por sus efectos en el funcionamiento de los puertos y a través de los incrementos de los precios de la energía como consecuencia de las perturbaciones experimentadas por la producción de crudo y la infraestructura de refino. No obstante, cabe pensar que los efectos macroeconómicos de

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.

los huracanes serán relativamente limitados y de corto plazo. Es improbable que los huracanes afecten al vigor que sustenta la expansión económica y, por otro lado, el gasto que se dedique a la reconstrucción debería ayudar a contrarrestar al menos algunos de los efectos negativos sobre el crecimiento.

La economía parece haber crecido a un ritmo relativamente vigoroso antes de los huracanes. En el segundo trimestre del 2005, el PIB real creció a una tasa anualizada del 3,3%, según las estimaciones «finales». El crecimiento se moderó ligeramente en comparación con el trimestre anterior, debido principalmente a un acusado descenso de la inversión en existencias. El crecimiento de la demanda interna final siguió siendo sólido y aumentó el crecimiento de las exportaciones. El crecimiento de las importaciones se redujo, probablemente como resultado de la debilidad de la inversión en existencias.

El crecimiento de la producción manufacturera repuntó en los meses anteriores a los huracanes, tras el ligero debilitamiento observado en la primavera. Al mismo tiempo, los indicadores de consumo de los hogares, inversión residencial e inversión privada en capital fijo continuaron dando muestras de bastante solidez. Además, prosiguió la mejora gradual de la situación del empleo. En general, en lo que se refiere al producto y la demanda, parece que los efectos negativos del alza de los precios del petróleo y las subidas de los tipos de interés a corto plazo se compensaron con el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo y los aumentos de los precios de la vivienda.

A corto plazo, la destrucción causada por los huracanes se dejará sentir en la evolución económica durante el otoño. No obstante, para los meses posteriores las perspectivas respecto a la actividad económica global siguen siendo relativamente favorables, dado el visible dinamismo que sustenta la expansión. En el primer semestre del año próximo, se espera que el crecimiento del PIB reciba un impulso adicional como consecuencia de los gastos de inversión que entrañará el esfuerzo de reconstrucción tras el paso de los huracanes. Más allá del corto plazo, los principales riesgos para el crecimiento son los efectos del alza de los precios de la energía en el contexto de una tasa de ahorro de los hogares excepcionalmente baja y de un endeudamiento de las familias que alcanza máximos históricos.

Los incrementos de los precios de consumo, excluidos los precios de la energía, se han mantenido relativamente contenidos, a pesar del aumento de los precios del petróleo y de los costes laborales unitarios. En agosto, la inflación interanual medida por los precios de consumo subió hasta el 3,6%, pero si se excluyen los alimentos y la energía, la tasa se mantuvo en 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 20 de septiembre de 2005, elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales 25 puntos básicos por undécima vez consecutiva, hasta situarlo en el 3,75%. 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 ha cobrado impulso desde comienzos del año. De acuerdo con una segunda estimación, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8% en el segundo trimestre del 2005, lo que equivale a una tasa de crecimiento anualizada del 3,3%. Esto representa una significativa revisión al alza de la estimación inicial (desde el 0,3% en tasa intertrimestral y desde el 1,1% en tasa anualizada), que refleja principalmente sendas revisiones de la contribución de la inversión privada y de las existencias. Los datos revisados confirman que el sólido crecimiento de la demanda interna privada es el principal factor determinante de la actual recuperación de la economía japonesa. Pese a un ligero debilitamiento de los indicadores de producción en julio y agosto, las perspectivas generales para la economía japonesa siguen siendo favorables. La encuesta Tankan del Banco de Japón a las empresas muestra una nueva y moderada mejora del clima empresarial en el tercer trimestre del 2005,

con un incremento especialmente pronunciado de los beneficios en el comercio minorista y en el mercado inmobiliario.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, tanto la inflación general medida por el IPC como el IPC excluidos los alimentos frescos siguieron reduciéndose en tasas interanuales en agosto. La tasa de variación interanual del IPC se situó en  $-0,3\%$ , mientras que la del IPC excluidos los alimentos frescos fue de  $-0,1\%$ . Por el contrario, los precios industriales, medidos por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas, se incrementaron un  $1,7\%$  en tasa interanual en agosto, como consecuencia del alza de los precios de los productos energéticos.

En su reunión de 8 de septiembre de 2005, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo para los saldos bancarios en cuenta corriente en el banco emisor en un intervalo de 30 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

En el Reino Unido, el crecimiento aumentó, en tasa intertrimestral, hasta el  $0,5\%$  en el segundo trimestre del 2005. Pese a una ligera mejora, el gasto privado siguió manteniendo cierta atonía. En particular, es probable que el consumo de los hogares se haya visto afectado por los efectos retardados de las anteriores subidas de los tipos de interés, la moderación del mercado de la vivienda y una cierta distensión en el mercado laboral. En general, se espera que el crecimiento del PIB real sea este año significativamente menor que en el 2004, cuando se situó en el  $3,2\%$ .

La inflación medida por el IAPC continuó aumentando en agosto, hasta una tasa interanual del  $2,4\%$ . Los precios del transporte, impulsados sobre todo por los precios de la energía, siguen siendo en gran medida el principal factor determinante de las presiones al alza sobre la inflación, si bien los alimentos y las bebidas no alcohólicas también han ejercido considerables presiones en esa misma dirección. Los precios de la vivienda se mantuvieron relativamente contenidos en el segundo trimestre del 2005 y el crecimiento del salario medio se moderó ligeramente en comparación con el trimestre anterior.

#### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En muchos de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto siguió siendo relativamente sólido en el segundo trimestre del año en curso, y las perspectivas de crecimiento económico para el tercer trimestre son favorables. La inflación medida por el IAPC aumentó en agosto en la mayoría de estos países, principalmente como consecuencia del alza de los precios de la energía.

En Suecia, el crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el  $0,6\%$  en el segundo trimestre de este año, respaldado principalmente por la demanda interna. En Dinamarca, se espera que el crecimiento del producto experimente una recuperación, tras la relativa moderación de la actividad observada en el primer trimestre. Para el conjunto del año 2005, se prevé que la actividad económica seguirá siendo relativamente sólida en ambos países. La inflación interanual medida por el IAPC continuó aumentando en Dinamarca en agosto (situándose en un  $2,3\%$  en tasa interanual), como consecuencia de los elevados precios de la energía y los alimentos. En Suecia, la inflación también aumentó en agosto, pero siguió siendo moderada ( $1\%$ ).

El crecimiento del PIB real evolucionó de forma diferenciada en los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE en el segundo trimestre de este año. En la República Checa y Hungría, el crecimiento del producto aumentó, en tasa interanual, hasta un  $5,1\%$  y un  $4\%$ , respectivamente, en el segundo tri-



mestre, respaldado en gran medida por las exportaciones y, en el caso de Hungría, también por la inversión. Sin embargo, en Polonia, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 1% en el segundo trimestre. De cara al futuro, se espera que el crecimiento del producto siga siendo relativamente sólido en el 2005 en la República Checa y Hungría, pero se prevé que será algo menor en Polonia. En un contexto de significativa afluencia de inversión directa extranjera a los nuevos Estados miembros de la UE y de su posible impacto en la trayectoria de crecimiento de estos países, en el recuadro titulado «Evolución reciente de la IDE en los nuevos Estados miembros de Europa central» se analizan con más detalle estos flujos de capital, así como su desagregación geográfica y sectorial.

Pese a la presión al alza ejercida por los precios más altos de la energía, la inflación se mantuvo relativamente estable en agosto en los tres países, debido en gran medida a la favorable evolución de los precios de los alimentos y a las recientes apreciaciones de las monedas. La inflación interanual medida por el IAPC no experimentó prácticamente ninguna variación en agosto en la República Checa (1,4%) ni Hungría (3,5%), mientras que aumentó ligeramente en Polonia (1,8%). En el contexto de una nueva mejora de las perspectivas de inflación, el 19 de septiembre, el Magyar Nemzeti Bank redujo en 0,25 puntos porcentuales el tipo de interés oficial hasta situarlo en el 6%.

#### Recuadro I

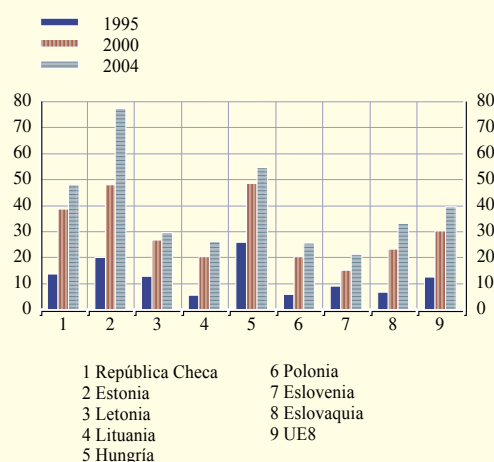
### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA IDE EN LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE EUROPA CENTRAL

Los nuevos Estados miembros de Europa Central (la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia, grupo que se conoce como la UE8) atraviesan actualmente un período de crecimiento relativamente sólido, por encima del nivel de la zona del euro. La inversión directa extranjera (IDE) se considera comúnmente un importante factor determinante del crecimiento económico, ya que la internacionalización de la producción ayuda a las empresas y a los países a utilizar mejor sus ventajas, aumenta la competitividad en los mercados y estimula la transferencia de tecnología y la actividad innovadora. Además, la IDE puede complementar las fuentes financieras nacionales que, a veces pueden ser escasas en los países que se encuentran en un proceso de convergencia. En este contexto, el presente recuadro ofrece información más detallada sobre la evolución reciente de la IDE en los países de la UE8.

Los países de la UE8 han acumulado un gran volumen de recursos financieros en forma de IDE desde las primeras etapas de su proceso de transición. La afluencia anual de IDE se ha situado, en promedio, entre el 2% y el 6% del PIB desde 1995, si bien se ha observado un comportamiento muy diferenciado entre unos países y otros<sup>1</sup>. En general, las entradas de IDE en la UE8 aumentaron sig-

Gráfico A Entradas de IDE

(en porcentaje del PIB)

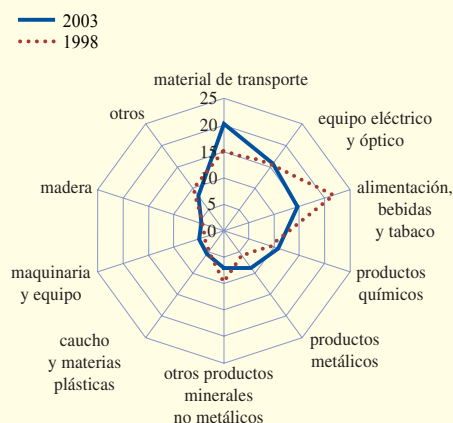


Fuentes: WIIW y BCE.

1 Los datos sobre IDE utilizados aquí proceden de la base de datos del *Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche* (WIIW); actualmente se dispone de datos de saldos de IDE para todos los países de la UE8 correspondientes al período 1994-2004, de datos de flujos para los años 1995-2004 y de una desagregación de los saldos de IDE por sectores, industrias y países inversores para los años 1998-2003.

**Gráfico B Entradas de IDE en la UE8 por sector manufacturero**

(en porcentaje del total)



Fuente: WIIW.

**Gráfico C Entradas de IDE en la UE8 por país de origen**

(en porcentaje)



Fuente: WIIW.

Nota: Datos correspondientes a diciembre del 2004, salvo los relativos a la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovenia, que se refieren a diciembre de 2003.

nificativamente entre los años 1995 y 2000, hasta el 6,2% del PIB, pero experimentaron una ligera desaceleración al principio del nuevo decenio. En el año 2004, las entradas de IDE en los países de la UE8 ascendieron al 3,3% del PIB (15 mm de euros). En consonancia con la notable afluencia de IDE, los saldos de este tipo de inversiones han registrado un rápido crecimiento en la mayoría de los países que integran la UE8, alcanzando en promedio una cifra equivalente al 40% del PIB en el 2004 (véase gráfico A). La mayor acumulación de IDE en relación con el PIB se ha registrado en Estonia (casi el 80%), seguida de Hungría y la República Checa. En Letonia, Lituania, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia, las entradas de IDE han sido más moderadas y los saldos se mantienen por debajo del promedio de la UE8.

La acumulación de IDE en los países de la UE8 ha tenido su origen en varios factores, entre los que destacan las perspectivas de adhesión a la UE y la privatización. Concretamente en los años noventa, la privatización fue un factor de primer orden. De hecho, las diferencias en el calendario de privatizaciones y el grado de apertura a la inversión extranjera contribuyen a explicar las variaciones en los saldos de IDE en los distintos países<sup>2</sup>. Más recientemente, otros determinantes de la IDE, como los factores de costes, el tamaño del mercado y la localización, la estabilidad política y macroeconómica y las políticas de IDE han cobrado mayor importancia.

La mayor parte de las entradas de IDE en la UE8 se han concentrado en los servicios. Los sectores de servicios, en particular la intermediación financiera, el comercio, el mercado inmobiliario y los transportes absorben casi el 55% de las entradas totales de IDE, mientras que las manufacturas concentran alrededor del 40%. La IDE en el sector servicios suele estar motivada por la búsqueda de mercados, aunque la subcontratación y la IDE en servicios orientados a la exportación son factores que también parecen haber adquirido más importancia últimamente.

En el sector manufacturero, los datos disponibles apuntan a que la actividad de los inversores extranjeros se ha concentrado en unas pocas industrias, sobre todo en las de material de transporte, equipo

<sup>2</sup> Para más información sobre las restricciones de la IDE, véase OCDE (2003), World Economic Outlook, Paris. Véase también Golub, S., *Measures of restrictions on inward foreign direct investment for OECD countries*, OECD Economic Studies n.º 36, 2003.

eléctrico y óptico y alimentos, que han absorbido alrededor de la mitad de la IDE recibida por dicho sector (véase gráfico B). El material de transporte ha cobrado mayor importancia en los últimos años (junto con la industria de los metales), lo que podría indicar la creación de «plataformas de exportación de manufacturas» en esas industrias. Por el contrario, la IDE en el sector de la alimentación ha perdido importancia relativa ya que, en su mayoría, ha estado relacionada con la privatización y la adquisición de empresas ya existentes y, en menor medida, con su reubicación. Otras industrias importantes han mantenido, en general, su participación en términos de IDE.

Los países de la UE8 han recibido, en promedio, la mayoría de sus entradas de IDE de la zona del euro, cuya participación en dichas entradas se ha incrementado gradualmente desde el 64% en 1998 hasta el 71% en el 2004. Los mayores inversores han sido Alemania y los Países Bajos, que concentran en conjunto más del 40% del total de las entradas de IDE, seguidos de Austria y Francia con porcentajes de entre el 8% y el 9% cada uno. Las diferencias en los porcentajes entre unos países y otros subrayan la importancia del factor geográfico, aunque algunos países pueden servir de cauce para las inversiones de otros países, debido por ejemplo, a su favorable entorno financiero y tributario<sup>3</sup>.

De cara al futuro, puede decirse que la privatización ha dejado de ser uno de los principales factores determinantes de la IDE en los países de la UE8, lo que se refleja también en la menor afluencia de este tipo de inversiones a la mayoría de estos países en los últimos años. En este contexto, el entorno institucional y empresarial, así como las características económicas para atraer IDE no relacionada con la privatización desempeñarán un papel cada vez más importante para que los países de la UE8 puedan mantener altos niveles de afluencia de IDE. Concretamente, para garantizar esa afluencia en el futuro, será necesario un entorno macroeconómico estable, una estructura de costes favorable, mano de obra especializada y una infraestructura suficientemente desarrollada.

3 Los flujos de IDE desde Luxemburgo y los Países Bajos reflejan, en parte, la función de estos países como cauce para las inversiones que tienen su origen fuera de la zona del euro, dado que algunas empresas multinacionales canalizan la IDE a través de entidades de propósito especial en estos dos países (Occasional Paper n.º 30 del BCE, junio de 2005, p. 58).

## ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

El crecimiento económico en Asia, excluido Japón, continuó a un ritmo vigoroso en julio y agosto, respaldado principalmente por una mejora sostenida de la demanda interna y un ligero repunte del crecimiento de las exportaciones. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se mantienen, en general, en niveles moderados.

En China, la economía mantuvo un sólido ritmo de expansión en julio y agosto. El aumento de las exportaciones y el dinamismo de la demanda interna contribuyeron a estos resultados. En agosto, el crecimiento interanual de las exportaciones aumentó hasta el 31,9%, mientras que las importaciones crecieron considerablemente hasta el 23,2%. Al mismo tiempo, la demanda interna continuó impulsando la actividad económica. El crecimiento interanual de la producción industrial y de las ventas del comercio al por menor, pese al ligero retroceso experimentado con respecto a los niveles observados en julio, siguió siendo elevado (16% y 12,5%, respectivamente) en agosto. La política monetaria más restrictiva adoptada hace año y medio parece haberse relajado en cierta medida, ya que el crecimiento interanual de la oferta monetaria y de los préstamos bancarios experimentó un repunte en los meses de julio y agosto. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han seguido remitiendo y la inflación interanual medida por el IPC se redujo desde el 1,8% registrado en junio hasta el 1,3% en agosto, debido a una moderación de los precios de los alimentos.

Las perspectivas económicas para la región de Asia, excluido Japón continúan siendo bastante favorables, respaldadas por la mejora en curso de la demanda interna y una ligera recuperación del crecimiento de las exportaciones. La desaceleración esperada de la economía china podría ser más suave de lo previsto anteriormente, debido a la mayor contribución de la demanda exterior neta (principalmente, como consecuencia de una ralentización del crecimiento de las importaciones) y a una reversión, en parte, de la política monetaria más restrictiva aplicada con anterioridad.

### AMÉRICA LATINA

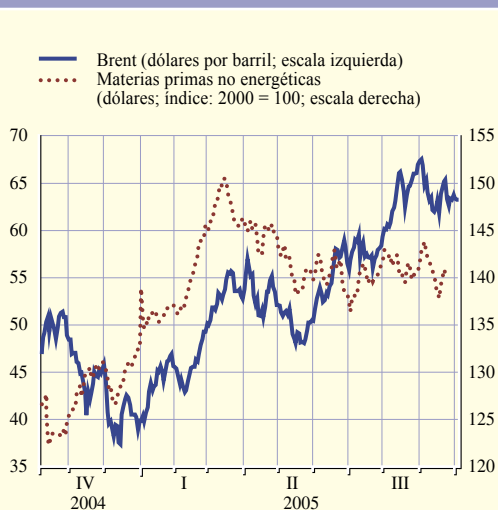
En América Latina, los datos más recientes indican que continúa la expansión de las economías de la región, aunque a un ritmo más lento que en los últimos meses. Tras el sólido crecimiento del PIB real registrado en México y Brasil en el segundo trimestre, la producción industrial se redujo un 1,1% en tasa interanual en julio en el caso de México y sólo aumentó un 0,5%, también en tasa interanual, en Brasil. Al mismo tiempo, en Argentina la actividad industrial sigue creciendo a un ritmo relativamente rápido (7,6% en tasa interanual en agosto). Se estima que la reciente desaceleración observada en algunos países de la región será transitoria, ya que se prevé un fortalecimiento de la demanda interna durante el resto del año.

### 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han vuelto a alcanzar máximos históricos en los últimos meses en un entorno de considerable volatilidad al haber aumentado la tensión en las variables fundamentales del mercado de petróleo. El 5 de octubre, el precio del barril de Brent se situaba en 61,5 dólares estadounidenses, un 52% por encima del nivel registrado a principios de este año. La reducción de la capacidad excedente mundial a lo largo del proceso de producción, combinada con la elevada sensibilidad ante posibles cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda ha hecho que los precios del crudo sean altos y volátiles. Aunque el crecimiento de la demanda se ha reducido en comparación con el año pasado, ha seguido siendo relativamente sólido en términos históricos, a pesar de los nuevos máximos que han registrado los precios. Al mismo tiempo, el crecimiento de la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha sido decepcionante en relación con las expectativas, lo que hace aún más necesario que la OPEP cubra la brecha que existe entre la demanda mundial y la oferta proveniente de los países que no pertenecen a la organización. Sin embargo, la capacidad productiva sin utilizar de la OPEP es limitada. Tanto la capacidad excedente de producción como la capacidad excedente de refino a escala mundial se han reducido como consecuencia de un fuerte e inesperado crecimiento de la demanda en los últimos años y de la insuficiente inversión en la capacidad de refino.

Los efectos de los últimos huracanes han agravado aún más las limitaciones de un proceso de producción ya sometido a fuertes tensiones. La zona del Golfo de México que se ha visto afectada por esos huracanes es una región importante desde el punto de vista de la infraestructura petrolera de Estados

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

Unidos, y la pérdida en términos de producción y capacidad de refino ha sido notable. Si bien los precios del crudo han bajado posteriormente hasta los niveles observados antes de los huracanes, el impacto ha sido más prolongado para los precios de los productos petrolíferos refinados, en particular, la gasolina. En el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», que figura en la sección de «Precios y costes» se ofrece más información sobre dicha evolución y su impacto en los precios de consumo de la zona del euro. Según indican los mercados de futuros, se espera que los precios del crudo se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos años.

Tras registrar un retroceso con respecto al máximo alcanzado en marzo del 2005, los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido prácticamente estables en los últimos cinco 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 estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas se situaron en septiembre aproximadamente en torno a un 13,5% por encima del nivel alcanzado un año antes.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas del entorno exterior y de la demanda de la zona del euro siguen siendo bastante favorables. Es de prever que, como consecuencia de los huracanes que han azotado recientemente el Golfo de México, se produzca un cierto debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos. No obstante, es probable que dicho debilitamiento sea relativamente localizado y transitorio, dado que el gasto en los esfuerzos de reconstrucción contribuirá, en última instancia, a reforzar el crecimiento. Los efectos de contagio directos sobre otros países deberían ser relativamente limitados, a condición de que los precios de los productos petrolíferos refinados reviertan en un plazo relativamente corto a los niveles registrados antes de los huracanes. No obstante, los efectos indirectos, a través de las subidas de los precios de la energía, se dejarán sentir probablemente a un nivel más amplio, pero también en este caso deberían ser de carácter transitorio. La evolución subyacente de la economía mundial parece ser relativamente sólida, respaldada por las favorables condiciones de financiación y la mejora de los beneficios. Aunque todavía no se ha tenido en cuenta el impacto de los últimos huracanes, la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE volvió a aumentar en julio, lo que sugiere una mejora sostenida de las perspectivas tras el deterioro transitorio observado en meses anteriores. La evolución reciente de los precios del petróleo y de los productos refinados, especialmente la gasolina, pone de relieve la tensión imperante en las variables fundamentales del mercado de la energía y, por consiguiente, los precios del petróleo siguen constituyendo el riesgo más importante para unas perspectivas de la economía mundial que, en general, son favorables.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual de M3 se intensificó de nuevo en agosto del 2005, continuando con la tendencia observada desde mediados del 2004. El efecto positivo de los reducidos tipos de interés vigentes continúa siendo el principal factor determinante de la evolución monetaria y del crédito. En particular, los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda siguen siendo los que más están impulsando el crecimiento del crédito al sector privado. El elevado crecimiento monetario y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Por otra parte, estos riesgos conllevan la necesidad de realizar un atento seguimiento de la trayectoria del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 8,1% en agosto del 2005, desde el 7,9% de julio. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 7,9% en el período comprendido entre junio y agosto del 2005, frente al 7,6% del período transcurrido entre mayo y julio. Los datos correspondientes a los últimos meses confirman el fortalecimiento del crecimiento de M3 observado desde el segundo semestre del 2004, que sólo se vio brevemente interrumpido por la moderación registrada a principios de este año. La fortaleza del crecimiento de M3 es especialmente patente en la evolución a más corto plazo, como refleja el nuevo incremento de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, que se situó en el 9,2% en agosto, desde el 8,6% del mes precedente (véase gráfico 3).

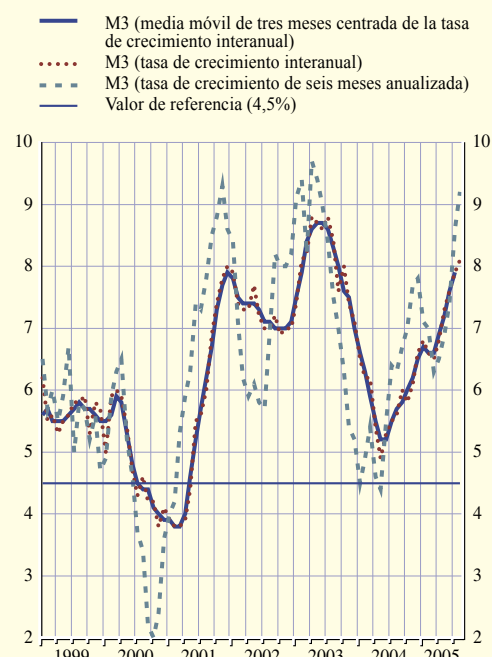
Los datos de agosto confirman la valoración de que el impacto positivo de los reducidos tipos de interés vigentes ha sido el factor determinante de la evolución monetaria. En cuanto a los componentes, los activos más líquidos de M3 incluidos en el agregado monetario estrecho M1 fueron los que más contribuyeron al elevado crecimiento actual de M3, así como a su intensificación en los últimos meses. En lo que respecta a las contrapartidas, los bajos tipos de interés han contribuido a que se registre un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado.

Al mismo tiempo, la normalización del comportamiento en la asignación de carteras del sector tenedor de dinero de la zona del euro, que había moderado el crecimiento de M3 a finales del 2003 y principios del 2004, ha perdido algo de impulso, como consecuencia, entre otras cosas, de la reticencia a adquirir activos de mayor riesgo y a más largo plazo de fuera de la zona, lo que está impidiendo que se produzca un cambio de signo significativo de los anteriores desplazamientos de cartera.

Como consecuencia de la elevada tasa de crecimiento interanual de M3 de los últimos trimestres,

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

la liquidez de la zona del euro sigue siendo holgada, lo que conlleva riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo si una parte considerable de esta abundancia de liquidez se transformara en dinero para transacciones en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real. Además, el intenso crecimiento del crédito en este contexto implica la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, dada la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En agosto, la evolución de M1 siguió representando la principal contribución al nivel de crecimiento interanual de M3, así como a su intensificación en los últimos meses. Entre los componentes de M1, el efectivo en circulación continuó aumentando de manera pronunciada, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a incrementarse. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista no registró variaciones con respecto a julio (véase cuadro 1). Es probable que la actual fortaleza de la demanda de depósitos a corto plazo sea consecuencia del reducido coste de oportunidad de mantener estos activos en un entorno de reducidos tipos de interés.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que el sector privado mantiene en las IFM (excluido el Eurosistema) aumentó de nuevo en agosto. Esta clase de activos constituye la agregación más amplia de componentes de M3 para la que se dispone de información por sector tenedor, y representó en torno al 80% de M3 en agosto del 2005. Desde mediados del 2004, la acumulación que se ha observado en estos activos ha sido prácticamente generalizada en todos los sectores. No obstante, la especialmente elevada contribución al incremento de la tasa de crecimiento interanual ha tenido su origen en el sector de intermediarios financieros no monetarios, a pesar de que su participación en el total de tenencias de depósitos a corto plazo es relativamente moderada.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 fue del 5,5% en agosto, prácticamente sin variaciones con respecto a julio. Esto oculta una evolución divergente de los componen-

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

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

Fuente: BCE.

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

tes subyacentes. Por un lado, se produjo una disminución de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, instrumentos que se utilizan con frecuencia en épocas de elevada incertidumbre como vehículo para «aparcar» dinero cuando los inversores consideran que otros activos entrañan demasiado riesgo. El relativamente contenido crecimiento de estos instrumentos en los últimos meses, tras registrarse unas tasas de crecimiento interanual de dos dígitos entre mediados del 2001 y finales del 2003, apunta a una normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras. Por otro, los valores distintos de acciones hasta dos años alcanzaron un crecimiento interanual pronunciado, lo que probablemente estuvo relacionado, en cierta medida, con la emergencia de nuevos productos estructurados que combinan estos valores con instrumentos derivados que ofrecen cierta exposición a la evolución de los mercados de renta variable y de renta fija.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado repuntó de nuevo en agosto, hasta el 8,4%, desde el 8,3% de julio. El persistente e intenso crecimiento de estos préstamos fue prácticamente generalizado en todos los sectores, reflejo del impacto positivo de los reducidos tipos de interés y de la mejora en las condiciones de oferta del crédito el año pasado.

Los préstamos de las IFM a los hogares continuaron estando impulsados, principalmente, por el dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 10,7% en agosto, frente al 10,6% de julio (véase cuadro 2). El acusado endeudamiento para adquisición de vivienda es el resultado de los reducidos tipos de interés que las entidades de crédito aplican a los préstamos hipotecarios y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en algunas regiones de la zona del euro. La demanda de préstamos de las IFM por parte de las sociedades no financieras, que se ha fortalecido desde principios del 2004, se mantuvo estable, en general, en agosto. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos hasta cinco años se moderó, la de los préstamos a más largo plazo se intensificó de nuevo. En contraste con el nuevo repunte observado en la demanda de créditos de las IFM por parte del sector privado, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM concedido a las Administraciones Públicas se redujo, debido, principalmente, al menor crecimiento de las tenencias de valores del sector público por el sector de las IFM.

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Jul	2005 Ago
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>
Hasta un año	30,4	-1,4	1,6	3,3	4,5	4,9	4,4
De uno a cinco años	17,4	6,1	5,8	6,7	6,5	7,3	6,3
Más de cinco años	52,3	7,3	7,0	6,9	7,0	7,8	8,2
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,3	6,0	6,2	6,4	6,8	6,8	7,0
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	69,0	9,3	9,9	10,1	10,1	10,6	10,7
Otras finalidades	17,6	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,3
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>23,0</b>	<b>14,3</b>	<b>11,5</b>	<b>18,6</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,2</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>11,0</b>	<b>14,9</b>	<b>16,5</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 9,8% en agosto, prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente y ligeramente por debajo del máximo registrado en junio (véase cuadro 1). Este elevado crecimiento se vio impulsado, principalmente, por la evolución de los valores distintos de acciones a más de dos años, y aporta evidencia de la actual inclinación del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en instrumentos financieros de la zona a más largo plazo y de mayor riesgo.

Si bien los flujos interanuales de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro disminuyeron hasta situarse en 127 mm de euros en agosto, frente a los 162 mm de euros del mes precedente, continuaron contribuyendo positivamente al crecimiento interanual de M3. Esto apunta a que persiste la reticencia del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en activos exteriores, al menos en lo que respecta a la demanda de activos de la zona por parte de no residentes en la zona del euro. Esta renuencia a invertir fuera de la zona del euro está impidiendo que se produzca un cambio de signo significativo de los desplazamientos de cartera acumulados durante el período de elevada incertidumbre económica y financiera registrado entre el 2001 y mediados del 2003.

Se produce un cambio de signo significativo de los desplazamientos de cartera acumulados durante el período de elevada incertidumbre económica y financiera registrado entre el 2001 y mediados del 2003.

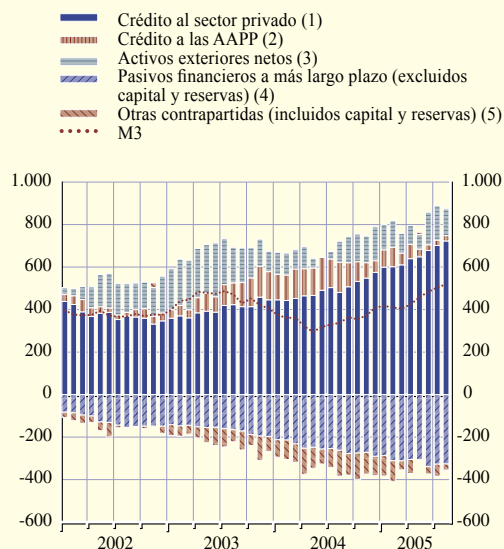
Sintetizando la información procedente de las contrapartidas, el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado siguió sustentando el intenso crecimiento de M3. La acusada expansión actual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM proporciona evidencia de la inclinación del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en instrumentos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo de la zona. En cambio, la reticencia de este sector a invertir en activos exteriores ha impedido que se produzca un cambio de signo significativo de los anteriores desplazamientos de cartera, como indican los persistentes flujos interanuales positivos en los activos exteriores netos de las IFM. En un entorno de abundancia de liquidez, el marcado crecimiento monetario y del crédito apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, estos riesgos conllevan la necesidad de realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos.

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

*En julio del 2005, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo elevada, si bien descendió ligeramente, hasta el 7,3%, con respecto al máximo del 7,7% registrado en junio del 2005. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo moderada en julio, en el 1,3%, prácticamente sin variaciones con respecto al mes precedente. Es probable que las diferencias en la evolución de estas dos fuentes externas de financiación de mercado sean atribuibles, fundamentalmente, al menor coste relativo de la financiación mediante deuda.*

**Gráfico 4 Contrapartidas de M3**

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



Fuente: BCE.

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

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 Jul	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Jun	2005 Jul
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>10.053</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>
IFM	4.016	8,6	8,8	9,1	8,9	9,6	9,3
Instituciones financieras no monetarias	830	11,4	9,9	11,6	17,2	20,0	18,8
Sociedades no financieras	614	3,6	3,0	2,8	4,5	2,7	1,5
Administraciones Públicas	4.593	5,9	5,3	5,5	4,9	4,9	4,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.325	5,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,3
Otras Administraciones Públicas	268	16,4	14,5	13,7	12,0	11,1	12,7
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.632</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
IFM	728	1,7	2,0	2,6	2,1	2,3	2,0
Instituciones financieras no monetarias	456	1,7	1,5	1,0	1,0	1,7	1,2
Sociedades no financieras	3.448	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2

Fuente: BCE.

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

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente, hasta el 7,3%, en julio, desde el 7,7% de junio. Esta disminución observada en julio se vio favorecida, en gran parte, por una leve reducción de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo (que se situó en el 8,1%, desde el 8,6% de junio), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones y fue del 0,4% en julio. El crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se debió, fundamentalmente, a la evolución de la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable, que se mantuvo elevada, en el 20,7%, en julio.

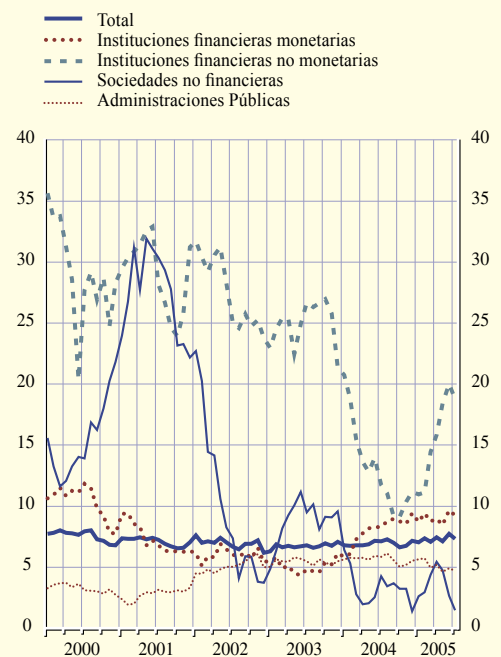
En cuanto a la actividad emisora por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continuó disminuyendo hasta situarse en el 1,5% en julio, desde el 2,7% de junio (véase cuadro 3). Los datos ajustados de efectos estacionales indican que el descenso de la emisión por parte de estas sociedades fue aún más significativo. De hecho, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada fue del 2,3% en julio, en comparación con el 4,2% de junio.

En julio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente en comparación con el mes precedente, pero se mantuvo elevada, en el 9,3%. En particular, el crecimiento de la financiación mediante valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable continuó siendo especialmente pronunciado y se situó en el 20,6%, lo que hizo que este tipo de valores representara un porcentaje del 37% del saldo vivo de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM de la zona del euro. El intenso crecimiento de las emisiones de las IFM estuvo relacionado con las necesidades de financiación de este sector, debido al rápido crecimiento de los préstamos al sector privado.

Las sociedades no financieras y las IFM, en parte, también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa de manera indirecta. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo elevada, pero descendió ligeramente, hasta el 18,8% (frente al 20% de junio). El principal factor impulsor de la intensa actividad emisora de este sector ha sido el relativamente rápido crecimiento de la titulización y de la financiación estructurada en varios países de la zona del euro en los últimos años.

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

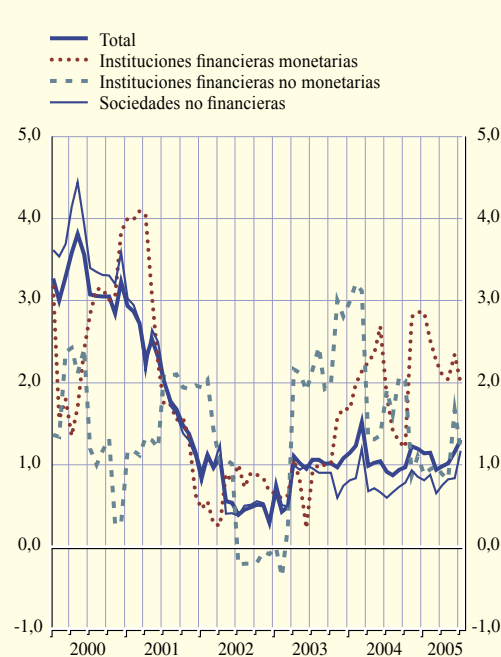
(tasas de crecimiento interanual)



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

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas prácticamente no se modificó y se situó en el 4,7% en julio.

### ACCIONES COTIZADAS

En julio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro siguió siendo contenida y fue del 1,3%, sin variaciones. En particular, en ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que constituyeron casi tres cuartas partes del saldo vivo de acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, se mantuvo en el 1,2%. Es probable que el moderado nivel de emisión de acciones esté relacionado, en cierta medida, con el relativamente elevado coste de emisión de este tipo de valores en comparación con el reducido coste de financiación mediante deuda observado recientemente. La demanda de acciones también se vio afectada por el comparativamente reducido crecimiento de las inversiones. La elevada rentabilidad de las sociedades no financieras y la disponibilidad de financiación interna asociada también desempeñaron un papel, conjuntamente con los relativamente reducidos niveles de inversión. Las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras constituyeron aproximadamente el 40% del saldo vivo total de la financiación externa en el segundo trimestre del 2005. Las empresas que no cotizan en los mercados bursátiles también han podido obtener financiación a través del mercado de capital inversión. En la pasada década, el mercado europeo de capital inversión creció considerablemente, y se ha convertido en una importante fuente de financiación para muchas empresas europeas (véase el recuadro titulado «La evolución del capital inversión y del capital-riesgo en Europa»).

## Recuadro 2

## LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL INVERSIÓN Y DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA

En la pasada década, el mercado europeo de capital inversión creció considerablemente, y se ha convertido en una importante fuente de financiación y de asesoramiento especializado para muchas empresas europeas. En este recuadro se presenta una breve explicación del papel que el capital inversión y el capital riesgo desempeñan en la economía y la evolución reciente del mercado de capital inversión.

El mercado de capital inversión proporciona financiación a empresas que no cotizan en los mercados de valores. Sus dos componentes principales son los segmentos de capital riesgo, por un lado, y de adquisiciones de empresas por la dirección y operaciones de recompra con apalancamiento financiero (MBO y LBO, en sus siglas en inglés), por otro<sup>1</sup>.

El capital riesgo se refiere a inversiones en capital, o en activos relacionados, realizadas por agentes especializados en empresas privadas con alto potencial de crecimiento que necesitan financiación y asesoramiento empresarial para alcanzar sus objetivos de crecimiento. Los inversores en capital riesgo tienden a centrarse en empresas pertenecientes a sectores intensivos en tecnología que se hallan en la fase inicial de su desarrollo y que tienen dificultades para obtener financiación en el sector bancario o en los mercados financieros primarios. Normalmente se trata de empresas con un elevado grado de incertidumbre en lo que respecta a su rentabilidad final e importantes asimetrías de información entre empresarios e inversores. Al realizar una inversión a largo plazo en el capital de las empresas, y, en general, hacer un seguimiento de dichas empresas y añadirles valor, los inversores en capital riesgo pueden contribuir a conjugar mejor los incentivos de los inversores con los de la dirección de la empresa<sup>2</sup>. Desde una perspectiva macroeconómica, al ofrecer acceso a la financiación y al asesoramiento especializado a empresas con alto potencial de crecimiento, un mercado de capital riesgo eficiente podría causar un impacto significativo en el crecimiento, en la creación de empleo y en la competitividad a largo plazo<sup>3</sup>.

A diferencia del segmento de capital riesgo, el sector de adquisiciones de empresas por parte de la dirección y de operaciones de recompra con apalancamiento financiero suele centrarse en sectores más maduros que podrían necesitar financiación adicional mediante ampliaciones de capital para seguir creciendo o llevar a cabo una reestructuración importante de sus órganos de dirección o del balance sin verse sometidos a las presiones a corto plazo de los mercados de valores. No obstante, en determinados casos, las estrategias de adquisición pueden haber provocado distorsiones económicas en las actividades de las empresas adquiridas, con frecuencia, debido a que se basan en un endeudamiento excesivo.

En Europa, la introducción de la moneda única dio lugar a la creación de mercados paneuropeos de renta fija y renta variable más integrados y a un entorno empresarial más competitivo, lo que también contribuyó a fomentar, por primera vez, un importante mercado de capital inversión. El crecimiento de este mercado se vio impulsado, en un principio, por el auge de las empresas de alta tecnología a

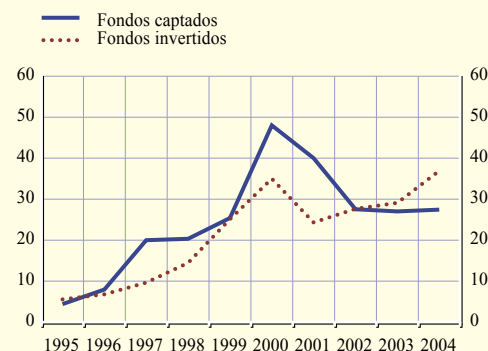
1 Aunque el capital inversión también incluye otros segmentos, como el de capital de sustitución y el de financiación mediante deuda subordinada o *mezzanine*, su importancia es mucho más limitada.

2 Véase Gompers, P. and J. Lerner, 2002, «The Venture Capital Cycle», MIT press.

3 En la Unión Europea, la Comisión Europea ha fomentado el desarrollo de un mercado de capital-riesgo eficiente. Véase, por ejemplo, Comisión Europea, 2003, «Communication on the implementation of the risk capital action plan», COMM (2003) 654, Bruselas.

**Gráfico A Actividad del mercado europeo de capital inversión**

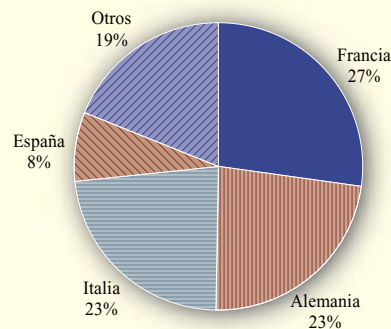
(mm de euros)



Fuente: Asociación Europea de Capital Riesgo/Thomson Venture Economics/PricewaterhouseCoopers.  
Nota: Incluye a todos los países de Europa Occidental.

**Gráfico B Volumen invertido por países de la zona del euro en el 2003**

(en porcentaje)



Fuente: Asociación Europea de Capital Riesgo.

finales de la década de los noventa y en el año 2000, que ayudó a financiar y favoreció a un número considerable de empresas europeas en una fase inicial de su desarrollo. Tras la caída de las cotizaciones bursátiles registrada en el 2000 y en el 2001, la actividad en el mercado europeo de capital inversión se redujo considerablemente, aunque continuó siendo relativamente intensa desde una perspectiva histórica (véase gráfico A). En consecuencia, la financiación obtenida por las empresas de capital inversión se estabilizó en un nivel bastante elevado, cifrado en torno a 27 mm de euros al año, entre el 2002 y el 2004.

Al mismo tiempo, el exceso de capital inversión (esto es, de fondos captados pero todavía no invertidos) que se generó a finales de la década de los noventa y en los años 2000-2001 se redujo de nuevo en el 2004, ya que las inversiones siguieron siendo mayores que la financiación obtenida. Desde que se produjo el reajuste de los precios de las acciones se ha observado un cambio hacia inversiones menos arriesgadas. De hecho, en los últimos años han predominado las adquisiciones de empresas pertenecientes a sectores maduros. Las importantes adquisiciones de empresas por la dirección y operaciones de recompra con apalancamiento financiero se han visto favorecidas por las reestructuraciones empresariales acometidas en los últimos años en Europa, que, en muchos casos, han dado lugar a la venta de actividades no estratégicas. En lo que respecta al detalle geográfico del capital inversión en la zona del euro, según la Asociación Europea de Capital Riesgo, Francia representó algo más de la cuarta parte del total de fondos captados (el 27%) en el 2003, y las inversiones en Alemania e Italia alcanzaron aproximadamente el 23% (véase gráfico B).

Si bien el recurso al capital riesgo aumentó de forma significativa en los últimos años en Europa, todavía se utiliza de forma relativamente moderada en comparación con otros mercados. Aunque no es fácil realizar comparaciones estadísticas, ya que la definición de capital inversión y de capital riesgo tiende a variar en Estados Unidos y en Europa, según la OCDE y la Asociación Nacional de Capital Riesgo, en el 2002, la inversión en capital riesgo en relación con el PIB en el sector de alta tecnología fue aproximadamente cuatro veces inferior en la Unión Europea que en Estados Unidos.



En general, el mercado europeo de capital inversión puede desempeñar una función macroeconómica útil que se complementa con la del sector bancario y la de los mercados primarios de capital. En particular, la financiación mediante capital riesgo podría ser especialmente adecuada para empresas jóvenes con una incertidumbre elevada y una menor liquidez de sus inversiones. El capital inversión también podría utilizarse para llevar a cabo reestructuraciones de gran calado en sectores más maduros. Durante la pasada década, el capital riesgo se convirtió en una importante fuente de financiación y apoyo para un número considerable de empresas de la zona del euro en las fases iniciales de su desarrollo. Aunque, actualmente, el mercado europeo de capital riesgo atrae un volumen considerable de financiación, como se subrayaba en la Agenda de Lisboa, una mayor profundización y desarrollo de este mercado favorecería el aprovechamiento íntegro del potencial de crecimiento económico en Europa.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*En septiembre del 2005, los tipos de interés a un mes del mercado monetario permanecieron, en general, estables, mientras que los tipos de interés entre tres meses y un año se elevaron. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos aumentó durante el mes. Por otra parte, los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento entre diciembre del 2005 y junio del 2006 se incrementaron notablemente.*

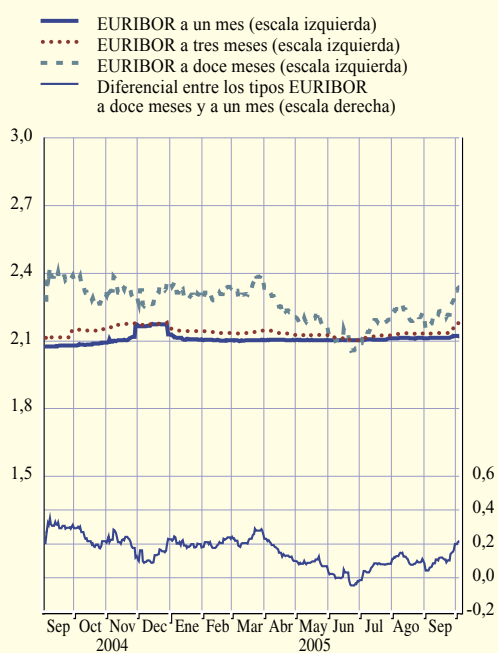
En septiembre del 2005, los tipos de interés a un mes del mercado monetario permanecieron, en general, estables. En cambio, el EURIBOR a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementó entre 5 y 11 puntos básicos en el período transcurrido entre finales de agosto y el 5 de octubre, fecha en que estos tres tipos se situaron en el 2,18%, el 2,22% y el 2,33%, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó durante el mes. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se incrementó de 9 puntos básicos a finales de agosto a 21 puntos básicos el 5 de octubre.

De igual modo, entre finales de agosto y el 5 de octubre, 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 elevaron entre 9 y 20 puntos básicos. El 5 de octubre, estos tipos se situaban en el 2,22%, el 2,31% y el 2,43%, respectivamente.

Los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se elevaron ligeramente en septiembre del 2005. El tipo marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementó desde el 2,05% en la primera operación del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de octubre, hasta el 2,06% en la segunda. En la penúltima operación de ese período, el tipo medio ponderado aumentó desde el 2,06% hasta el 2,07%, como consecuencia del efecto de fin de trimestre, y permaneció también en ese nivel en la última operación del período. No obstante, el EONIA se mantuvo estable, en el 2,08%, durante la mayor parte del mes, con dos excepciones, los cinco últimos días del período de mantenimiento que finalizó el 6 de septiembre, y el fin de trimestre. El 2 de septiembre, el EONIA se incrementó como consecuencia de la percepción de que la situación de liquidez era restrictiva. El último día del período de mantenimiento de reservas se ejecutó una operación de ajuste de inyección de liquidez para reestablecer una situación neutral de liquidez. El importe total de las pujas recibidas ascendió a 51,1 mm de euros, bastante por encima del déficit de liquidez estimado de 9,5 mm de euros. A pesar de que con esta operación se reestableció una situación neutral de liquidez, el período de mantenimiento finalizó con un aumento del EONIA el último día, hasta el 2,18%. El 30 de septiembre,

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

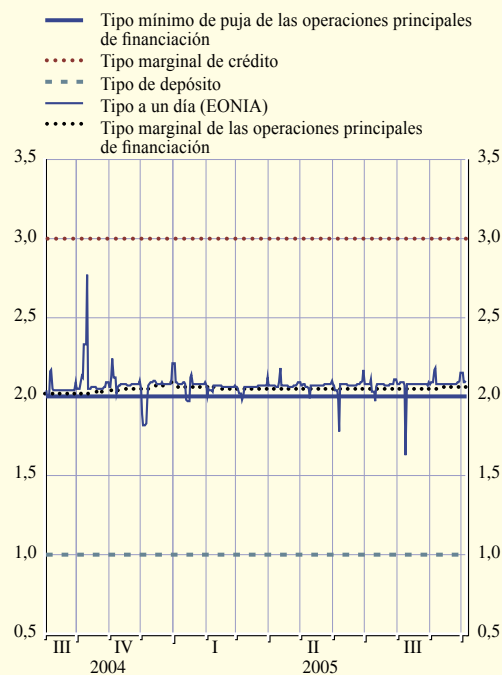
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

el EONIA se situó en el 2,15%, como consecuencia del efecto de fin de trimestre habitual. No obstante, los días siguientes descendió hasta el 2,09%-2,10%, quedando con ello ligeramente por encima del nivel observado durante la mayor parte de septiembre (véase gráfico 8).

En las dos operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 1 y el 29 de septiembre, los tipos de interés marginales fueron del 2,08% y el 2,09%, respectivamente, esto es, 1 y 2 puntos básicos por encima de los tipos de interés de la subasta del 28 de julio de 2005. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente el 1 y el 29 de septiembre, los tipos de interés de las subastas se redujeron 5 puntos básicos en ambas fechas.

En el recuadro 3 se tratan cuestiones relacionadas con el exceso de reservas y se describe la manera en que el BCE las toma en consideración para la instrumentación de la política monetaria y también al realizar sus previsiones de la situación de liquidez al final de los periodos de mantenimiento de reservas.

Recuadro 3

**EXCESO DE RESERVAS E INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE**

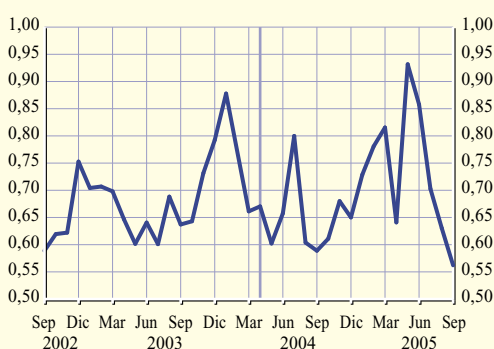
Al decidir acerca del importe que se habrá de adjudicar en las operaciones principales de financiación semanales y en las posibles operaciones de ajuste el último día del período de mantenimiento de reservas, el BCE toma en consideración tres fuentes de necesidad de liquidez<sup>1</sup>: los factores autónomos de liquidez, como las inyecciones o absorciones de liquidez no causadas habitualmente por la utilización de instrumentos de política monetaria; las exigencias de reservas; y el exceso de reservas, definido como los saldos en cuentas corrientes superiores a las exigencias de reservas<sup>2</sup>. Mientras que las dos primeras fuentes de necesidad de liquidez son con mucho las más importantes, representando actualmente en torno al 99,8% del total (380 mm de euros), el 0,2% restante (0,7 mm de euros), constituido por el exceso de reservas, también es significativo en el margen. En este recuadro se recuerdan algunos de los motivos por los que se produce el exceso de reservas, al tiempo que se facilita información sobre las tendencias recientes y las previsiones realizadas por el BCE.

El Eurosistema no remunera el exceso de reservas, por lo que éste supone un coste para las entidades de crédito, que podrían, en principio, haberlo transferido a la facilidad de depósito, que sí está remunerada. Sin embargo, ese coste se ve contrarrestado por algunos beneficios. Por ejemplo, se evitan los costes de explotación asociados a «quedarse hasta tarde en la oficina» para poder transferir cualquier importe de exceso de liquidez a la facilidad de depósito. Tal exceso puede ser el resultado de pagos inesperados y de errores en la operativa y, el último día del período de mantenimiento de reservas, también puede deberse a un importe que se mantiene como colchón de seguridad para reducir el riesgo de que no se cumplan las exigencias de reservas. Además, en algunas situaciones relativamente raras, las entidades de crédito mantienen un exceso de reservas para facilitar el procesamiento nocturno en algunos sistemas de liquidación de valores. Así pues, el exceso de reservas se genera principalmente a causa del comportamiento idiosincrásico de las entidades de crédito y de perturbaciones aleatorias experimentadas por la liquidez. Aun así, al observar el exceso de reservas a lo largo del período de mantenimiento, se aprecian varias regularidades que permiten al BCE predecir el nivel medio diario.

En primer lugar, el exceso de reservas medio diario se ha mantenido después de todo relativamente estabilizado en los tres últimos años, fluctuando entre 560 millones de euros y 930 millones de euros en torno a una mediana de 660 millones de euros (véase gráfico A). Si bien estos valores mínimos y máximos se han alcanzado recientemente

**Gráfico A Exceso de reservas medio diario por período de mantenimiento**

(mm de euros; el eje de abscisas se refiere al último día del período de mantenimiento de reservas correspondiente)

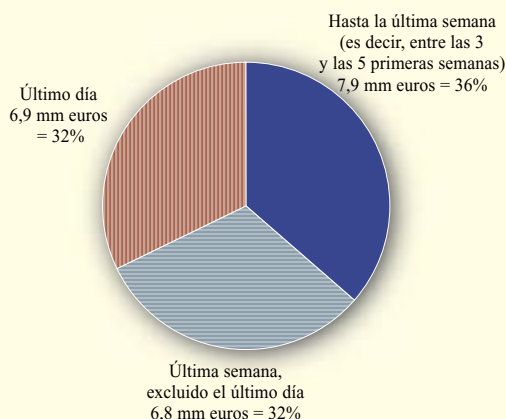


Fuente: BCE.  
Nota: La línea vertical se refiere al final del primer período de mantenimiento de reservas tras la modificación del marco operativo de política monetaria.

1 Véase también el recuadro 1, titulado «Publicación del importe de referencia en las operaciones principales de financiación», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2004.  
2 Según esta definición, el exceso de reservas también incluye los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito que o bien tienen unas exigencias de reservas nulas, o bien no están sometidas a reservas mínimas o bien cumplen las exigencias mediante la intermediación de otra entidad de crédito.

### Gráfico B Distribución media del exceso de reservas durante un período de mantenimiento de reservas

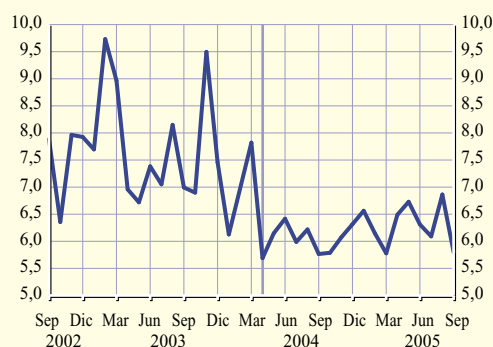
(septiembre del 2002 a septiembre del 2005)



Fuente: BCE.

### Gráfico C Exceso de reservas el último día del período de mantenimiento

(mm de euros; el eje de abscisas se refiere al último día del período de mantenimiento de reservas correspondiente)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical se refiere al final del primer período de mantenimiento de reservas tras la modificación del marco operativo de política monetaria.

te, en mayo y septiembre del 2005 respectivamente, no hay evidencia de una mayor volatilidad del exceso de reservas medio diario.

En segundo lugar, una característica intrínseca del exceso de reservas es que se acumulan sobre todo durante los últimos días del período de mantenimiento (véase gráfico B). Esto es así porque, en ese momento, un número cada vez mayor de entidades de crédito ya ha cumplido con las exigencias de reserva. Cuando las entidades de crédito cumplen sus exigencias antes de que finalice el período de mantenimiento de reservas, es más probable que acumulen un exceso de reservas, ya que no pueden compensar el exceso de liquidez con el mecanismo de promedios (es decir, sustituyendo unas reservas más elevadas mantenidas un día por unas reservas más bajas mantenidas otro día). Además, el uso del exceso de reservas como colchón de seguridad para hacer frente al incumplimiento de las reservas mínimas implica que el porcentaje del exceso de reservas total existente el último día del período de mantenimiento sea especialmente elevado. Por consiguiente, al inicio del período de mantenimiento de reservas, cuando sólo se ha acumulado un exceso de reservas limitado, el BCE tiene que basar su previsión del nivel medio diario en información procedente de períodos de mantenimiento de reservas anteriores y en diversos factores estacionales, como los efectos de las vacaciones o la duración del período de mantenimiento. No es sino avanzado el período de mantenimiento de reservas, sobre todo el último día, cuando el BCE puede mejorar su previsión, tomando en consideración el exceso de reservas acumulado anteriormente.

Por último, desde la introducción de cambios en el marco operativo de la política monetaria en marzo del 2004, se ha producido una estabilización significativa del exceso de reservas mantenido el último día del período de mantenimiento (véase gráfico C). Ello se debe, entre otros factores, al hecho de que, actualmente, los períodos de mantenimiento siempre terminan en el mismo día de la semana (martes) y que las entidades de crédito conocen exactamente ahora cuáles son sus exigencias de reservas al inicio del período de mantenimiento de reservas. A causa de esta estabilización y a que el BCE conoce el importe exacto de exceso de reservas que se ha acumulado hasta el penúl-

timo día (es decir, en torno a dos tercios del total, como puede apreciarse en el gráfico B), las previsiones de la media diaria del exceso de reservas son relativamente precisas el último día del período de mantenimiento. En los ocho períodos de mantenimiento de reservas transcurridos entre febrero y septiembre del 2005, el error de esta previsión sólo superó los 10 millones de euros en tres ocasiones y, aun así, se situó por debajo de los 30 millones. En términos acumulados, estas cifras se corresponden, ceteris paribus, a desequilibrios en la liquidez al final del período de mantenimiento de reservas de aproximadamente 300 millones de euros y 900 millones de euros, respectivamente. Por lo tanto, al decidir sobre la necesidad de ejecutar una operación de ajuste (y, por lo tanto, al decidir también el importe) el último día del período de mantenimiento de reserva, el BCE ha tenido que hacer frente una incertidumbre limitada acerca del exceso de reservas.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

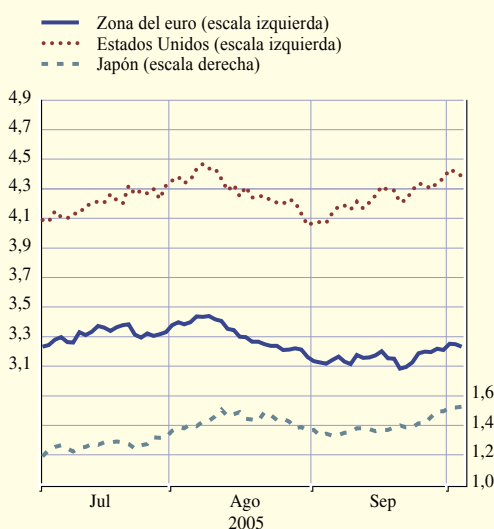
*En general, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro permaneció estable en el mes de septiembre, al tiempo que crecía en Estados Unidos y Japón, como consecuencia de una ligera mejora de las percepciones de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento de estas economías. Las tasas de inflación implícita se elevaron en la zona del euro y en Estados Unidos, especialmente en los plazos más cortos, debido a la incidencia de la subida de los precios del petróleo en las expectativas de inflación a corto plazo de los participantes en el mercado.*

Los tipos de interés a largo plazo repuntaron en la segunda parte de septiembre en los principales mercados de renta fija, tras el descenso observado entre la segunda semana de agosto y comienzos de septiembre. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años no experimentó cambios entre finales de agosto y el 5 de octubre, fecha en la que se situó en el 3,2% (véase gráfico 9). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se incrementó unos 35 puntos básicos durante el mismo período, hasta situarse en el 4,4% el 5 de octubre. 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, situándose en torno a 115 puntos básicos el 5 de octubre. En Japón, en esa misma fecha el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 1,5%, unos 15 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales de agosto.

La incertidumbre respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, reflejada por la volatilidad implícita de esos mercados, permaneció prácticamente estable en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que disminuyó ligeramente en Japón. La volatilidad implícita de los principales mercados de renta fija se mantuvo en un nivel reducido en términos históricos.

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

(en porcentaje; datos diarios)

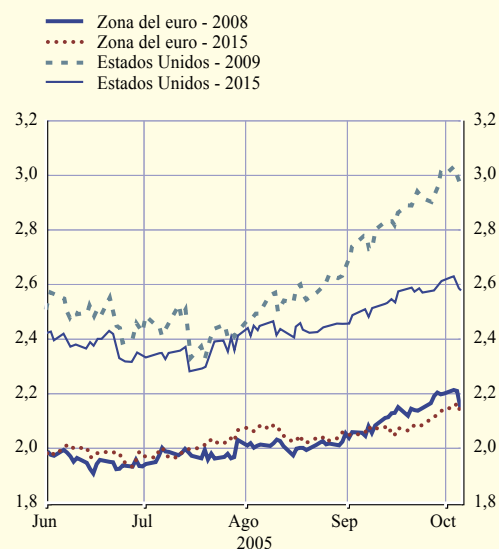


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

**Gráfico 10 Tasas de inflación implícitas**

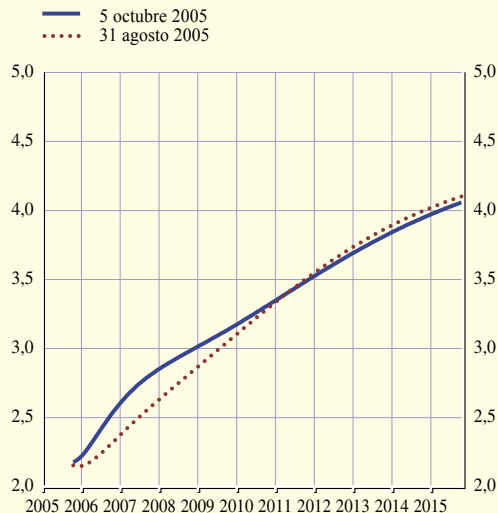
(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado 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*.

En Estados Unidos, el aumento generalizado del rendimiento de los bonos a largo plazo fue resultado del acusado repunte experimentado tras los mínimos alcanzados en los primeros días de septiembre, como reflejo de la preocupación de los participantes en el mercado respecto al impacto económico de los daños causados por el huracán Katrina. El rendimiento tanto nominal como real de los bonos se redujo sensiblemente en la primera parte del período considerado, como consecuencia de la preocupación por la merma de la capacidad de producción de Estados Unidos y por el temor de que las actuales presiones al alza sobre los precios del petróleo y de los productos petrolíferos pudieran ralentizar el crecimiento económico (véase el recuadro 4 titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina»). Sin embargo, en las semanas siguientes el rendimiento de los bonos estadounidenses se recuperó en todos los plazos, señal de que los participantes en el mercado parecían creer que el impacto económico del huracán Katrina sería contenido y de breve duración y que se mantendría la política monetaria restrictiva contemplada antes de que se produjera ese desastre natural. Las mismas preocupaciones se reflejaron también en la evolución del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas. El rendimiento de los bonos iniciados con la inflación aumentó levemente en septiembre. El incremento fue más pronunciado en los plazos medios y largos y compensó, en parte, los descensos registrados en agosto, lo que sugiere que los participantes en el mercado consideran que las perspectivas de crecimiento económico a corto plazo pueden verse afectadas por el impacto de la subida de los precios del petróleo sobre el gasto en consumo y por la reducción temporal de la capacidad de producción. En consecuencia, en Estados Unidos las expectativas de inflación de los participantes en el mercado, medidas por las tasas de inflación implícitas, crecieron, sobre todo en los plazos más cortos (véase gráfico 10).

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

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

							Variaciones en puntos básicos hasta julio 2005		
	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Jun	2005 Jul	2004 Jul	2005 Abr	2005 Jun
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,88	1,90	1,95	1,92	1,94	1,93	2	-7	-2
A plazo a más de dos años	2,45	2,48	2,31	2,38	2,21	2,22	-32	-7	1
Disponibles con preaviso hasta tres meses	1,97	2,00	2,01	1,96	2,17	1,96	2	2	-21
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,54	2,52	2,52	2,47	2,38	2,34	-21	-11	-4
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	0,88	0,89	0,91	0,94	0,92	0,94	8	0	3
A plazo hasta un año	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	2,01	2	0	0
A plazo a más de dos años	3,56	3,52	3,46	3,34	3,63	2,94	-67	-28	-70
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,51	6,89	6,74	6,62	6,61	6,56	-3	2	-5
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,45	3,50	3,44	3,42	3,35	3,31	-15	-9	-4
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,82	4,82	4,50	4,35	4,15	4,07	-73	-29	-7
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,39	5,38	5,27	5,26	5,14	5,13	-31	-12	-1
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,97	3,99	3,98	3,91	3,88	3,86	-17	-6	-2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,72	4,70	4,44	4,33	4,20	4,14	-54	-22	-7
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,01	3,00	3,04	3,01	2,94	2,96	-7	-3	2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,17	4,31	4,06	4,04	3,89	3,86	-45	-3	-2
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,12	2,17	2,14	2,11	2,12	0	-2	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,74	2,60	2,36	2,49	2,07	2,19	-51	-15	12
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,60	3,35	2,93	3,08	2,58	2,66	-83	-23	8

Fuente: BCE.

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

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

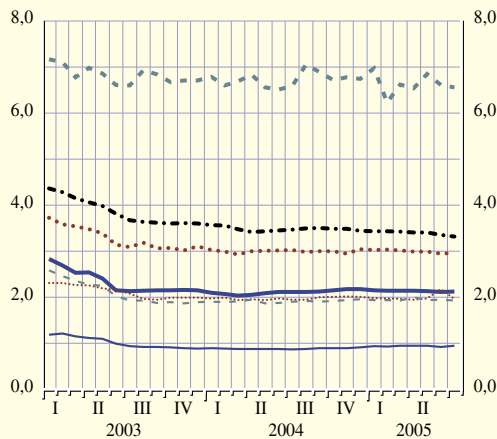
En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó, tras la reciente publicación de datos relativamente favorables sobre la actividad económica, que hicieron esperar que la política de tipos de interés cero pudiera ser abandonada antes de lo previsto.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo permaneció, en general, estable en septiembre. Esta estabilidad reflejó el hecho de que las percepciones de los participantes en el mercado respecto al crecimiento económico futuro no cambiaron durante el período analizado, como resultado

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

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

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



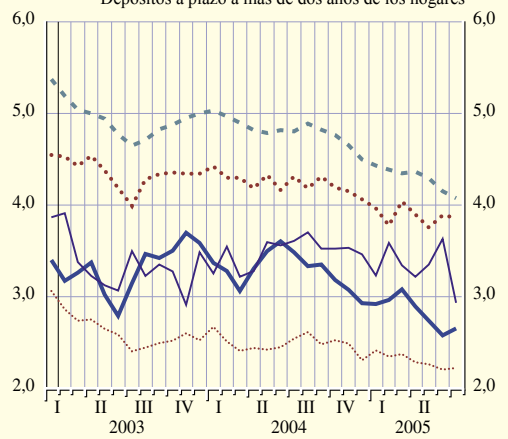
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

de las señales contradictorias procedentes de los datos económicos publicados. Por lo que se refiere a las expectativas de inflación, la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos franceses indicados con la inflación, con vencimiento en el 2015, se elevó levemente en septiembre, situándose cerca del 2,1% el 5 de octubre. Las expectativas de inflación a más corto plazo, reflejadas por la tasa de inflación implícita relativa a los bonos con vencimiento en el 2008, crecieron de forma más significativa en las últimas semanas del período examinado, probablemente como consecuencia del repunte de los precios del petróleo, reflejo de las percepciones de los participantes en el mercado, que esperan que las presiones inflacionistas aumenten en la zona del euro en el corto plazo.

Los tipos de interés *forward* implícitos a un día para los plazos más largos descendieron a finales de septiembre en relación con el mes anterior, posible reflejo de un ligero empeoramiento de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas de crecimiento a largo plazo (véase gráfico 11).



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

*En julio del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y créditos descendieron ligeramente o no se modificaron. Durante ese período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos registraron una evolución más heterogénea.*

En julio del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y a los créditos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o prácticamente no se modificaron con respecto al mes anterior (véase cuadro 4), una trayectoria acorde con la evolución de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario similares.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos siguieron una pauta muy similar y no se modificaron en julio del 2005, con la excepción de los tipos de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares, que se redujeron 21 puntos básicos en comparación con el mes precedente.

Si se consideran los últimos doce meses, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos no han registrado variaciones, una trayectoria acorde, en general, con la estabilidad observada en los tipos de interés del mercado monetario durante ese mismo período (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, la mayoría de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos y créditos descendieron entre 10 y 30 puntos básicos, aproximadamente, en ese mismo período.

En julio del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo de los depósitos y de los préstamos continuaron registrando ligeras reducciones. La principal excepción la constituyó el tipo de interés aplicado a los depósitos a más de dos años de las sociedades no financieras, que descendió considerablemente, 70 puntos básicos. No obstante, los tipos de interés de esta categoría de depósitos son muy volátiles. En contraste con las disminuciones de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos, el rendimiento de la deuda pública a cinco años de referencia se elevó unos 10 puntos básicos en julio, debido, probablemente, al desfase habitual en la transmisión desde el rendimiento de la deuda pública a largo plazo a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos (véase gráfico 13).

Si se considera un período más largo, desde julio del 2004, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos se han reducido entre 45 y 75 puntos básicos, y el mayor descenso correspondió a los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda; en el caso de los depósitos han disminuido entre 20 y 65 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 4), al tiempo que el rendimiento de la deuda pública a cinco años ha descendido 85 puntos básicos.

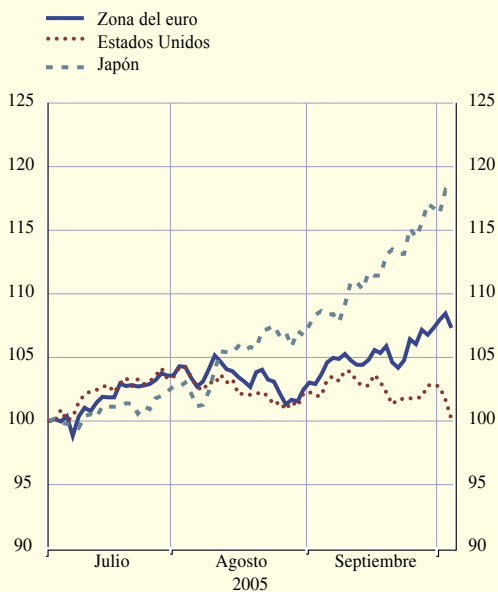
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En septiembre, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en la zona del euro y en Japón, en un contexto de elevados beneficios empresariales, que parecen haber compensado, como en meses anteriores, la preocupación de los inversores respecto al alto nivel de precios del petróleo. En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles descendieron ligeramente, como consecuencia de las presiones a la baja generadas por los daños causados por el huracán Katrina.*

En septiembre, se mantuvo el alza de los precios de las acciones en la zona del euro y en Japón (véase gráfico 14). Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones

Gráfico 14 Índices bursátiles

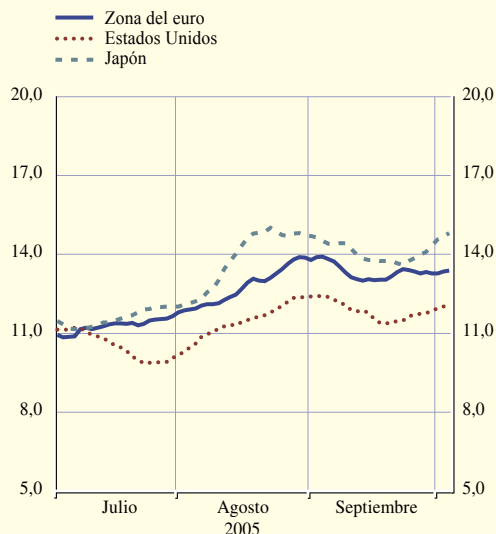
(índice: 1 julio 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

EURO STOXX, se elevaron en torno a un 5% entre finales de agosto y el 5 de octubre, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, ganaron un 10%, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, bajaron ligeramente (casi un 2%), respecto a su nivel de finales de agosto.

Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles internacionales, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, apenas experimentó cambios entre finales de agosto y el 5 de octubre, permaneciendo en niveles relativamente reducidos en términos históricos (véase gráfico 15).

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles continuaron sustentándose en la publicación de datos de beneficios empresariales positivos. No obstante, las cotizaciones bursátiles se vieron afectadas por las presiones a la baja derivadas del posible impacto económico de los daños causados por los desastres naturales, que contribuyeron a que su evolución fuera, en general, negativa. A nivel sectorial, sólo las cotizaciones bursátiles de empresas de servicios públicos no bajaron durante el período considerado. Esta evolución es reflejo de las expectativas de los participantes en el mercado de que se mantendrán los elevados beneficios de este sector relacionado con la energía.

En septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro mantuvieron la evolución relativamente positiva observada en meses anteriores, demostrando ser bastantes resistentes al moderado crecimiento económico de la zona. El fuerte aumento de los beneficios observados y esperados de las empresas de la zona del euro se materializó en las cotizaciones bursátiles, compensando con creces el impacto del

alza de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la leve depreciación del euro frente al dólar estadounidense puede haber favorecido también a los exportadores de la zona del euro. Pese a los buenos resultados del índice general, las cotizaciones bursátiles del sector minorista se mantuvieron relativamente estables en septiembre, reflejo de la persistente preocupación de los participantes en el mercado respecto a la moderada demanda de consumo de la zona del euro.

### 3 PRECIOS Y COSTES

La evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro estuvo dominada por el alza de los precios del petróleo y por su volatilidad. El fuerte aumento de los precios de la energía, especialmente de los de la gasolina, estuvo en el origen de la sensible elevación de la inflación, que se situó en el 2,5% en septiembre, según el avance de Eurostat. Sin embargo, las presiones internas sobre los precios fueron más contenidas, dado que los costes laborales crecieron de forma moderada y que no han observado, hasta el momento, claros indicios de transmisión del incremento de los precios energéticos a los precios industriales no energéticos. De cara al futuro, aunque existe un alto grado de incertidumbre, en particular en lo que respecta a los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC podría mantenerse en torno a los niveles actuales en lo que queda de año. A más largo plazo, los riesgos alcistas para la estabilidad de precios han aumentado, por lo que será necesario extremar la vigilancia.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE SEPTIEMBRE DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,5% en septiembre del 2005 (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle de los distintos componentes del IAPC, la información provisional sugiere que este incremento fue impulsado, en gran medida, por los precios de la energía. Tal y como se observa en el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina», los precios de la gasolina subieron de forma acusada en septiembre, lo que tuvo un impacto inmediato sobre el componente energético del IAPC.

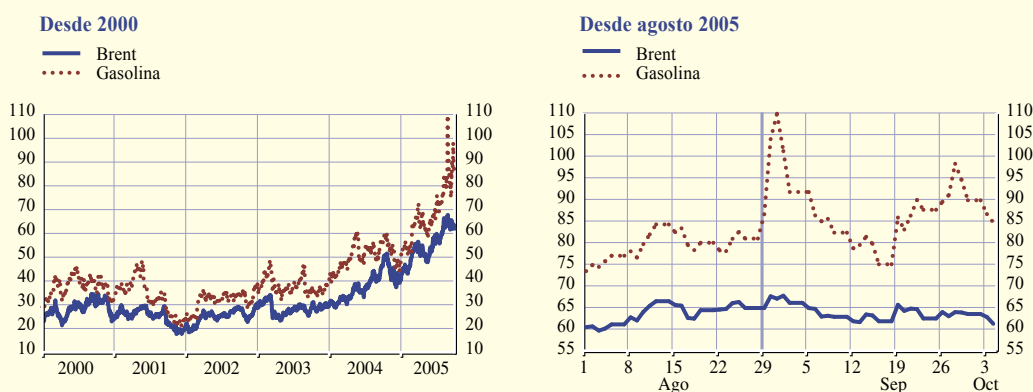
#### Recuadro 4

##### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DE LA GASOLINA

En el presente recuadro se describe brevemente la evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina, centrándose especialmente en el comportamiento de los precios de la gasolina tras el paso del huracán Katrina y en su impacto sobre los precios de consumo.

##### Cuadro A Precios del petróleo

(dólares/barril; entrega en un mes; datos diarios)

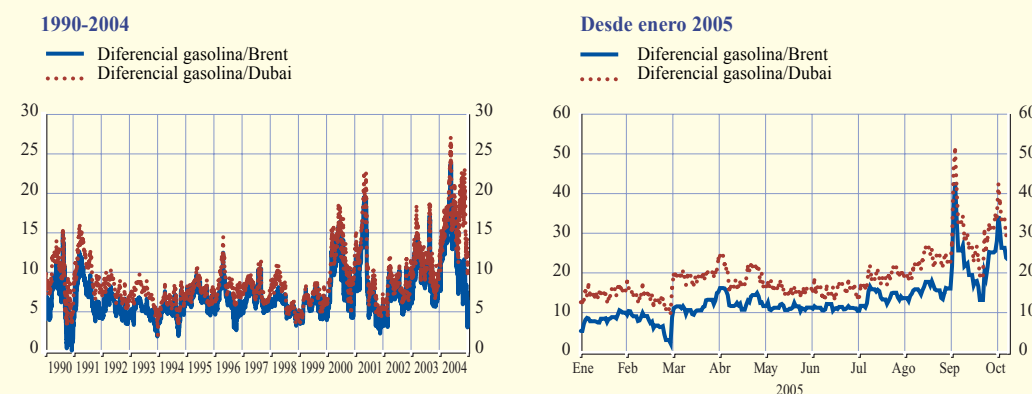


Fuente: Bloomberg.

Nota: Las cifras corresponden al precio del Brent negociado en el International Petroleum Exchange y de la gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en el puerto de Nueva York. El último valor se refiere al 4 de octubre de 2005.

### Cuadro B Diferenciales de precios entre gasolina y crudo

(dólares/barril; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

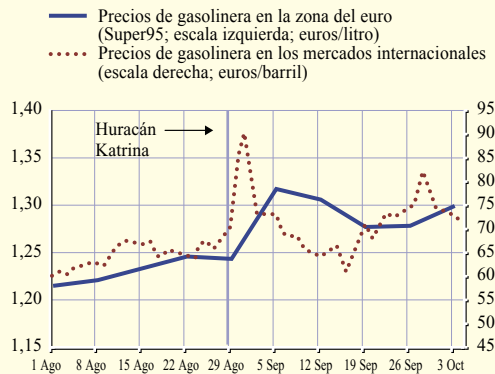
Nota: Las cifras corresponden al precio del Brent negociado en el International Petroleum Exchange y de la gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange, con entrega franco a bordo en el puerto de Nueva York. El último valor se refiere al 4 de octubre de 2005.

### Evolución mundial de los precios del petróleo y de la gasolina

Tras fluctuar entre los 20 y los 35 dólares en el período comprendido entre los años 2000 y 2003, los precios del crudo han subido vertiginosamente. El precio del Brent se ha más que duplicado, desde los cerca de 30 dólares de comienzos del 2004, hasta el nuevo máximo de 67,5 dólares alcanzado el 2 septiembre de 2005. Los precios de la gasolina siguieron un patrón muy similar hasta la semana anterior a la llegada del huracán Katrina a las costas estadounidenses el 29 de agosto. Desde principios del 2005 hasta agosto, los precios del crudo han aumentado casi un 60%, mientras que los de la gasolina han subido aproximadamente un 70% (véase gráfico A, panel izquierdo). Posteriormente, estos precios se disociaron, observándose incrementos mucho más acusados del precio de la gasolina después del huracán Katrina (véase gráfico A, panel derecho).

En circunstancias normales, existe, por lo general, una estrecha relación entre los precios del crudo y los de la gasolina. Este vínculo se deriva de los costes del refino, que son relativamente estables. En los años noventa, los precios de la gasolina se mantuvieron, en promedio, en torno a 6 dólares por barril por encima del precio de los tipos de crudo ligero y con bajo contenido de azufre, como el Brent, y alrededor de 8 dólares por encima del precio de los tipos de crudo pesado y con alto contenido de azufre, como el Dubai. Desde comienzos del 2004 hasta septiembre del 2005, el diferencial medio de precio se ha más que duplicado en relación con los niveles registrados en los años noventa, hasta alcanzar los 12 dólares para el Brent y los 18 dólares para el Dubai (véase gráfico B). En principio, la ampliación del diferencial refleja la reducción a largo plazo de la capacidad excedente de refino mundial, como resultado de la fuerte demanda internacional de petróleo, y es señal de que las inversiones destinadas a incrementar la capacidad de refino son insuficientes y deberían potenciarse. Sin embargo, aunque en los últimos años se ha producido una considerable elevación de los márgenes con respecto a los bajos niveles de los años noventa, ello no se ha traducido en las inversiones necesarias para aumentar la capacidad de refino. Una de las razones de esta insuficiencia es que, para ser rentables, las inversiones a largo plazo requieren que se mantengan altos márgenes de forma sostenida. En los años setenta, el descenso de la demanda observado tras las perturbaciones del petróleo generó un exceso de capacidad que redujo los márgenes del refino. Por consiguiente, la incertidumbre acerca de la demanda futura puede ser uno de los motivos por los que la respuesta del sector a las señales procedentes de los precios de los dos últimos años ha sido limitada.

**Gráfico C Precios de la gasolina en los mercados internacionales y en la zona del euro en agosto y septiembre del 2005**



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea y DG-Energía (Boletín Petrolífero semanal).

Nota: Datos diarios para los precios de la gasolina en los mercados internacionales (gasolina sin plomo negociada en el New York Mercantile Exchange); datos semanales para los precios de gasolinera en la zona del euro.

Los daños a la infraestructura energética estadounidense del Golfo de México producidos por el huracán Katrina fueron origen de presiones adicionales sobre la cadena de suministro de petróleo. Los precios del crudo subieron hasta alcanzar un nuevo máximo inmediatamente después del paso del huracán, pero volvieron a los niveles anteriores en la semana siguiente, como consecuencia, en parte, del recurso a las reservas estratégicas de petróleo por parte del Gobierno de Estados Unidos y de la liberación de las de otros países bajo la coordinación de la Agencia Internacional de la Energía. Por el contrario, los efectos del huracán se hicieron sentir mucho más en los precios de los productos del refinado del petróleo, en particular en los de la gasolina. Los precios de los futuros sobre gasolina negociados en Nueva York (precios a un mes) aumentaron un 30% entre la semana anterior al huracán Katrina y los días inmediatamente posteriores. Aunque los daños fueron locales, el huracán tuvo repercusiones internacionales y catapultó los precios de la gasolina en todo el mundo. Ello dio lugar, por ejemplo, en Estados Unidos a una elevación de los «márgenes netos» (*netback margins*), es decir, los diferenciales entre petróleo refinado y crudo menos costes de refinado, lo que ofreció oportunidades de arbitraje y atrajo cargamentos de gasolina de otras regiones del mundo, donde los precios subieron. Posteriormente, los precios de la gasolina bajaron también, desde los máximos alcanzados tras el huracán, hasta los niveles registrados anteriormente, aunque no tan rápidamente como los precios del crudo. Los precios de la gasolina volvieron a repuntar en la segunda quincena de septiembre, tras la llegada del huracán Rita que, aunque no fue tan devastador como se esperaba, hizo que la capacidad de refinado de Estados Unidos volviera a reducirse temporalmente.

### Impacto sobre los precios de gasolinera en la zona del euro

Al tiempo que se producía una escalada de los precios de la gasolina en los mercados internacionales tras el huracán Katrina, los precios pagados en las gasolineras por los consumidores de la zona del euro se elevaron también de forma espectacular y retrocedieron con cierto retraso (véase gráfico C).

No es infrecuente que se observe un retraso en el reajuste de los precios de gasolinera. Un análisis de correlación simple muestra que un aumento (disminución) de los precios de la gasolina en los mercados internacionales viene seguido, en general, por un aumento (disminución) de los precios de gasolinera en la zona del euro en un plazo de una a dos semanas, al existir entre ambos precios un mecanismo de transmisión determinado por los distribuidores de la zona del euro sobre la base de varios factores, como el transporte y el grado de competencia del mercado de la zona.

En general, el incremento de los precios de la gasolina registrado tras el huracán Katrina ha tenido implicaciones significativas para la inflación de septiembre medida por el IAPC de la zona del euro. En efecto, en torno al 46% del componente energético del IAPC (es decir, el 4% de la cesta total del IAPC) corresponde a los precios de los combustibles para automóviles. El alza de los precios de gasolinera ha tenido, pues, un fuerte impacto sobre el componente energético y explica, en gran medida, la elevación de la inflación de

septiembre hasta el 2,5%, según el avance publicado por Eurostat. A este respecto, se espera que el posterior aumento de los precios de la gasolina en los mercados internacionales en la segunda quincena de septiembre, asociado al huracán Rita, genere presiones adicionales sobre los precios de consumo.

La escalada de los precios de la gasolina tras los huracanes que asolaron Estados Unidos ha exacerbado la incertidumbre sobre el mercado internacional del petróleo ante la reducción de la capacidad excedente de refino mundial. La consiguiente evolución de los precios del petróleo y de la gasolina ha entrañado también una elevación significativa de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro. En lo que respecta a la actividad económica, persiste la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo, aunque el efecto específico de los huracanes será, probablemente, limitado y temporal.

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

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo estable, en el 2,2%, en agosto del 2005 (véase gráfico 16). La ligera reducción de las presiones sobre los precios energéticos se vio compensada por el pronunciado aumento de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados. Los demás componentes experimentaron escasas fluctuaciones de precios, por lo que la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo estable, en el 1,4%, por tercer mes consecutivo.

Por lo que se refiere a los precios energéticos, su tasa de crecimiento interanual disminuyó ligeramente en agosto (véase cuadro 5), debido, en parte, a un efecto de base, y su tasa de crecimiento intermensual se redujo entre julio y agosto (desde el 2,8% hasta el 1,4%), tras el repunte registrado en julio. El efecto a la baja de la energía sobre la inflación observado en el mes de agosto fue contrarrestado por el incremento de los precios de los alimentos no elaborados, cuya tasa de variación interanual se elevó, desde el 0,3% de julio, al 1,1% de agosto. Sin embargo, la evolución general de los precios de las frutas y hortalizas siguió siendo moderada en términos históricos.

La evidencia de que los anteriores aumentos de los precios de la energía hayan tenido efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC sigue siendo en casa. Las tasas de crecimiento inte-

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

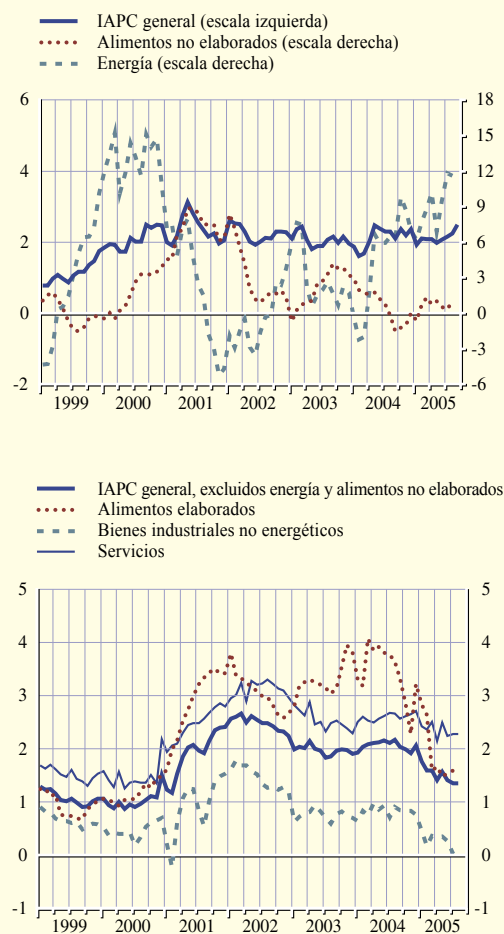
	2003	2004	2005 Abr	2005 May	2005 Jun	2005 Jul	2005 Ago	2005 Sep
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,5
Energía	3,0	4,5	10,2	6,9	9,4	11,8	11,6	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	0,8	1,0	0,6	0,3	1,1	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	.
Servicios	2,5	2,6	2,2	2,5	2,2	2,3	2,3	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	1,4	2,3	4,3	3,5	4,0	4,1	4,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	41,4	39,4	45,7	48,3	52,0	52,2
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	-1,9	1,2	7,6	9,6	11,9	13,2

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

ranual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios no experimentaron cambios entre julio y agosto. Las presiones muy moderadas sobre los precios de los bienes industriales no energéticos estuvieron relacionadas con una amplia variedad de productos, pero especialmente con los precios de la confección y el calzado, que reflejan la incidencia a la baja de la fuerte competencia internacional. Según se indica en el recuadro titulado «Liberalización del comercio y su impacto en el sector textil y de la confección de la zona del euro», se trata de un marcado impacto a la baja, aunque es difícil de calibrar con precisión, dado que las partidas correspondientes representan el 25% del componente de bienes industriales no energéticos y el 7% del IAPC general. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados se incrementó levemente por segundo mes consecutivo.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En agosto, las presiones sobre los precios del sector manufacturero interno siguieron siendo significativas, pero ello fue consecuencia, en gran medida, de los precios energéticos. El índice de precios industriales (excluida la construcción) se elevó un 4%, en tasa interanual, en agosto, ligeramente por debajo del 4,1% de julio (véase gráfico 17).

La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluidas la energía y la construcción, se mantuvo estable en el 1,3%. El reducido descenso de la tasa de crecimiento interanual de

los precios de los bienes intermedios se vio compensado por el leve aumento de la de los precios de los bienes de consumo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes de equipo permaneció estable. La evolución de los precios de los bienes de consumo ofrece pocas evidencias de efectos indirectos significativos derivados de la subida de los precios del petróleo. En agosto, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes de consumo se mantuvo muy por debajo de su nivel de diciembre del 2004 (el 1,5%) y de los máximos alcanzados anteriormente (por ejemplo, el 3,6% de abril del 2001 ó el 3,9% de enero del año 1992).

Los datos procedentes de las encuestas apuntan a una intensificación de las presiones sobre los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, mientras que los precios cobrados parecen mostrar una mayor contención. El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, obtenido de la encuesta a los directores de compras se elevó de 56,3 en agosto a 59,1 en septiembre, mientras que el índice de precios cobrados se mantuvo sin cambios en 50,5 (véase gráfico 18).



Recuadro 5

**LIBERALIZACIÓN DEL COMERCIO Y SU IMPACTO EN EL SECTOR TEXTIL Y DE LA CONFECCIÓN DE LA ZONA DEL EURO**

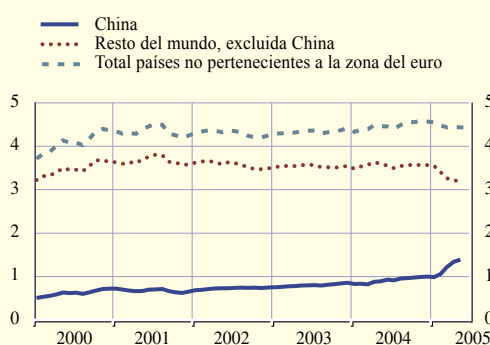
En enero del 2005, todas las restricciones remanentes al comercio mundial en el sector textil y de la confección quedaron abolidas, lo que debía representar el final de 50 años de aplicación de contingentes<sup>1</sup>. Sin embargo, tras el considerable aumento de las importaciones de textiles procedentes de China observado a principios del 2005, la UE entabló negociaciones con este país para limitar el crecimiento de las citadas importaciones, lográndose un acuerdo el 10 de junio. A comienzos de agosto se había alcanzado ya el nuevo límite en algunas partidas y las existencias empezaron a acumularse en varios puntos de entrada a la UE. El 5 de septiembre se suscribió un nuevo acuerdo, en virtud del cual estas existencias serían liberadas, mientras que se mantenían los límites a la futura tasa de crecimiento de las importaciones de textiles procedentes de China. En el presente recuadro se analiza el impacto de la liberalización comercial en el sector textil y de la confección, en lo que se refiere al comercio, la producción y los precios.

Si bien la proporción de textiles en el total de importaciones y exportaciones de la zona del euro ha venido mostrando una tendencia a la baja desde mediados de los noventa, la zona del euro ha registrado en este sector un déficit comercial creciente, que ascendió a 26 mm de euros en el 2004. Ello fue resultado, principalmente, de las importaciones procedentes de países de bajo coste, que incrementaron su cuota de mercado en la zona del euro. Desde enero del 2005, las importaciones textiles desde China han crecido, en gran medida, a expensas de las procedentes de otros países exportadores no pertenecientes a la zona del euro, mientras que el total de importaciones textiles en términos nominales en la zona del euro no ha aumentado (véase gráfico A).

Por lo que respecta a la producción y el empleo en la zona del euro, los datos más recientes muestran que persiste la tendencia a la baja observada en el sector textil durante más de una década (véase gráfico B). Los puntos en el gráfico corresponden a las distintas fases de eliminación progresiva de los contingentes

**Gráfico A Importaciones de textiles en la zona del euro, en términos nominales**

(mm de euros; media móvil de tres meses, desestacionalizada)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos del Eurostat.  
Nota: Las últimas cifras se refieren a mayo del 2005.

**Gráfico B Producción de textiles en la zona del euro**

(índice: 2000 IV = 100; media móvil de cuatro trimestres; ajustado de días laborables)



Fuente: Eurostat.  
Nota: Los puntos del gráfico representan las distintas fases del proceso de eliminación progresiva de los contingentes de importación según el acuerdo sobre el sector textil y de la confección.

<sup>1</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Posible impacto de la eliminación de los contingentes en el sector textil y de la confección», en el Boletín Mensual de diciembre del 2004.

de importación (enero de 1995, enero de 1998, enero del 2002 y enero del 2005). Parece que el impacto de cada nueva fase del proceso de liberalización comercial ha sido gradual, más que acusado y de corta duración. Así pues, durante varios años el sector textil de la zona del euro ha estado expuesto a una creciente competencia exterior, como consecuencia de la eliminación de las barreras comerciales. El descenso de la producción textil de la zona fue acompañado por un descenso del empleo en ese sector lo que no es sorprendente.

### Gráfico C Precios de la confección y del calzado

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: El fuerte descenso de la tasa de variación interanual observado en el 2001 fue debido a que, en aquel año, algunos países introdujeron los precios de las rebajas en el IAPC.

influir factores económicos, como los esfuerzos por estimular la débil demanda de consumo mediante descuentos más agresivos. En todo caso, dejando de lado la volatilidad estacional y los efectos estadísticos, que explican las fuertes caídas registradas en el 2001, el gráfico C muestra que la tasa de variación interanual de los precios de la confección y del calzado ha ido disminuyendo desde el 2002, siendo actualmente negativa.

En consecuencia, la liberalización del sector textil ha contribuido a reducir la inflación medida por el IAPC general este año, lo que ha redundado en beneficio de los consumidores. Al mismo tiempo, aunque la liberalización sólo ha producido hasta el momento un cambio en la composición geográfica de los países exportadores de textiles a la zona del euro, cabe esperar que, en el futuro, la elevada competencia exterior plantee un reto al que el sector textil de la zona habrá de hacer frente.

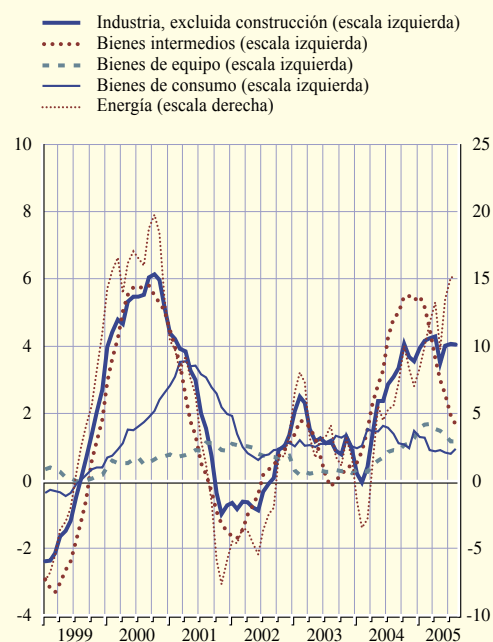
En cuanto a la evolución de los precios de consumo, los precios de los textiles o, más concretamente, los de la confección y del calzado son un componente importante del IAPC. Representan más del 7% del índice general y casi el 25% del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC. Desafortunadamente, es difícil interpretar la evolución reciente de los precios de consumo de la confección y del calzado, dada su elevada volatilidad estacional. Sin duda, ello se debe, en parte, a factores estadísticos (algunos países han empezado a incluir los precios de las rebajas en el IAPC sólo a partir del 2000 ó 2001) y a la situación jurídica (por ejemplo, las normas relativas a los descuentos se han modificado en varios países para dar más flexibilidad a los minoristas). Sin embargo, también pueden

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores disponibles muestran que, durante el segundo trimestre del 2005, se corrigió el repunte del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro observado en el trimestre precedente y que fue debido, en gran medida, a factores estadísticos (véase cuadro 6). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo ligeramente entre el primer y el segundo trimestre del 2005. Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales totales por hora experimentó una desaceleración, desde el 3% en tasa interanual del primer trimestre del 2005, hasta el 2,3% del segundo trimestre. Este descenso tuvo su origen en los costes salariales y no salariales (por ejemplo, cotizaciones sociales). Sin embargo, este índice puede estar sujeto a una importante volatilidad, debido a la aplicación gradual de nuevas normas.

**Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Basándose en los indicadores de costes laborales disponibles hasta el momento, es probable que se haya mantenido el moderado crecimiento de la remuneración por asalariado en el segundo trimestre del 2005. Aunque las ganancias de productividad disminuyeron ligeramente durante ese trimestre, el crecimiento de los costes laborales unitarios puede haber dado también pruebas de contención.

Desde una perspectiva a más largo plazo, parece que los costes laborales continuaron estabilizados en una tasa moderada en el 2004 y comienzos del 2005 (véase gráfico 19). Si bien las tendencias salariales difieren entre los distintos países, las presiones salariales permanecen contenidas en el conjunto de la zona del euro. De cara al futuro, las perspectivas de contención del crecimiento del PIB real, unidas a un mercado de trabajo todavía moderado en la zona de euro, deberían contribuir a frenar las presiones inflacionistas generadas por los salarios.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Dada la evolución reciente de los precios del petróleo, las perspectivas de inflación a corto plazo se han deteriorado sensiblemente y la tasa de variación interanual del IAPC podría mantenerse en sus niveles actuales en lo que queda de año. De cara al futuro, no existe hasta el momento evidencia significativa de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la economía de la zona del euro. Aunque ello puede implicar que las tasas de inflación interanual volverán a descender si no se producen, de forma imprevista, nuevas perturbaciones al alza sobre los precios, existen varios riesgos relacionados con la incertidumbre respecto a la evolución de los precios del petróleo y a la posible elevación de los precios administrados y de los impuestos indirectos. También existen riesgos de efectos secundarios sobre los salarios,

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

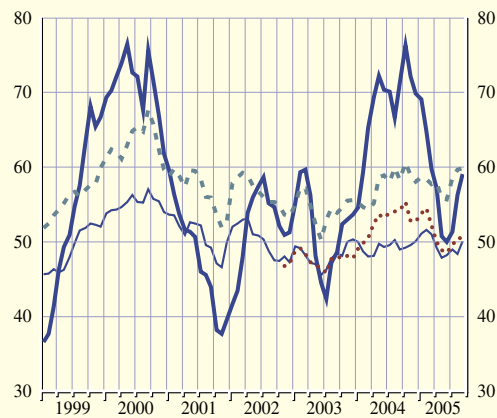
	2003	2004	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II
Salarios negociados	2,4	2,1	2,2	2,0	2,1	2,2	2,1
Costes laborales totales por hora	3,1	2,5	2,5	2,4	2,3	3,0	2,3
Remuneración por asalariado	2,3	2,1	2,4	1,7	1,8	2,3	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,5	1,2	1,6	1,2	0,7	0,6	0,4
Costes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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ..... Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



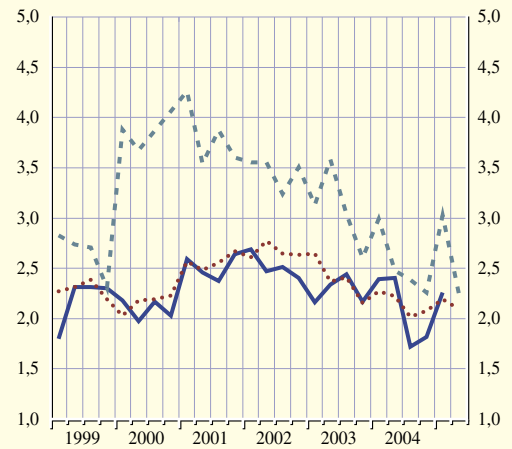
Fuente: NTC Research.

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.

**Gráfico 19 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual)

- Remuneración por asalariado
- ..... Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

aunque podría mantenerse la moderación salarial en un contexto de competencia exterior, de atonía del mercado de trabajo y de incremento sólo gradual de la actividad económica. En consecuencia, será preciso extremar la vigilancia para garantizar que las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro permanezcan fuertemente ancladas.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real continuó creciendo a un ritmo moderado en el primer semestre. En consonancia con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE y en un contexto en el que las variables fundamentales de la economía son favorables, los indicadores más recientes procedentes de las encuestas avalan, en su conjunto, la opinión de que el crecimiento económico podría recuperarse gradualmente a partir del segundo semestre del año. No obstante, persisten algunos riesgos a la baja para esta perspectiva, relacionados principalmente con los precios del petróleo.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

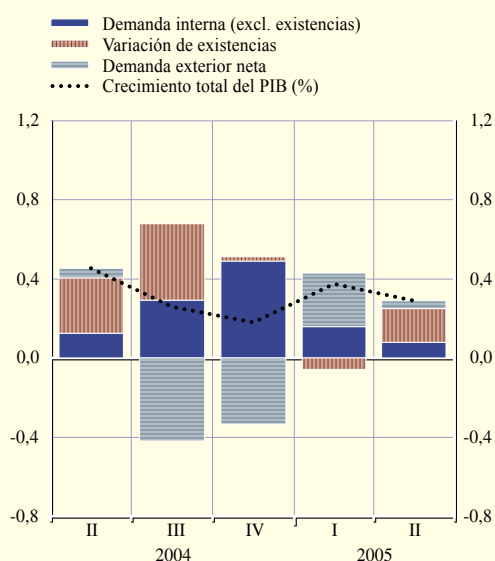
La primera estimación de los datos de contabilidad nacional para el segundo trimestre, que figuraba en el Boletín Mensual del mes pasado, confirmó la estimación preliminar y mostró que la actividad económica había continuado creciendo de forma moderada en la zona del euro durante el primer semestre del 2005. El PIB real aumentó a una tasa intertrimestral del 0,3% en el segundo trimestre del 2005, frente al 0,4% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 20). En conjunto, el ritmo del crecimiento económico se ha mantenido prácticamente estabilizado en los cuatro últimos trimestres.

En el segundo trimestre del 2005, la actividad económica se vio impulsada fundamentalmente por la variación de existencias, cuya contribución al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,2 puntos porcentuales. La contribución de los otros componentes de la demanda interna al crecimiento del PIB real fue débil, o incluso inexistente. En concreto, la aportación del consumo privado fue nula, lo que podría reflejar, en parte, el impacto negativo de la subida de los precios del petróleo sobre la renta real. El crecimiento de la inversión pasó del -0,2% en el primer trimestre del 2005 al 0,2% en el segundo. Sin embargo, esto fue consecuencia, en cierta medida, de un nuevo descenso de la construcción, relacionado con las condiciones meteorológicas, en el trimestre anterior. La formación bruta de capital fijo realizó una aportación de 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB durante el segundo trimestre. Mientras tanto, la contribución de la demanda exterior neta se redujo casi a cero en ese trimestre.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento del PIB real ha sido ligeramente desigual entre los distintos países de la zona del euro. El recuadro titulado «Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: ¿son cíclicos o están determinados por la tendencia?» aborda las causas de la dispersión y llega a la conclusión de que el nivel actual de los diferenciales de crecimiento refleja fundamentalmente disparidades en las tasas de crecimiento tendencial de los distintos países, más que diferencias cíclicas.

**Gráfico 20 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 6

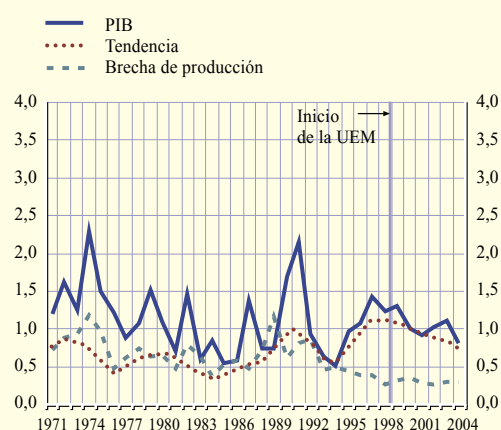
**DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO EN LA ZONA DEL EURO: ¿SON CÍCLICOS O ESTÁN DETERMINADOS POR LA TENDENCIA?**

La dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real en términos de medias anuales, medida por la desviación típica sin ponderar, se ha mantenido relativamente estable en todos los países de la zona del euro desde 1970 hasta el 2004<sup>1</sup>. En este recuadro se considera hasta qué punto este patrón de dispersión refleja las diferencias en la evolución de la dispersión de los componentes cíclico y tendencial del PIB en los países de la zona del euro.

El PIB real de un país determinado puede desviarse transitoriamente de su tendencia a largo plazo. Tales desviaciones, que recogen la evolución cíclica, suelen presentarse como una proporción de la tendencia y se les denomina «brecha de producción». Sin entrar en un análisis detallado, resulta importante mencionar tres salvedades relacionadas con la descomposición del PIB en tendencia y ciclo<sup>2</sup>. En primer lugar, dado que ambos componentes, tendencial y cíclico, son variables no observables, no existe un método único e indiscutible para extraer las tendencias y los ciclos. En segundo lugar, en cualquier método estadístico o económico, los resultados están condicionados por los parámetros utilizados para obtener dichas medidas. En tercer lugar, todos los métodos se ven afectados, en cierta medida, por los «problemas de punto final», es decir, por el hecho de que las estimaciones al final de la muestra o bien no son fiables o bien necesitan basarse en una prolongación de la serie temporal mediante la predicción de valores. La metodología utilizada en este recuadro se basa en la técnica del filtro pasabanda<sup>3</sup>.

Gráfico A Dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real, las tasas de crecimiento tendencial y las brechas de producción de los países de la zona del euro, desviación típica sin ponderar

Gráfico B Dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real, las tasas de crecimiento tendencial y las brechas de producción de los países de la zona del euro, desviación típica ponderada

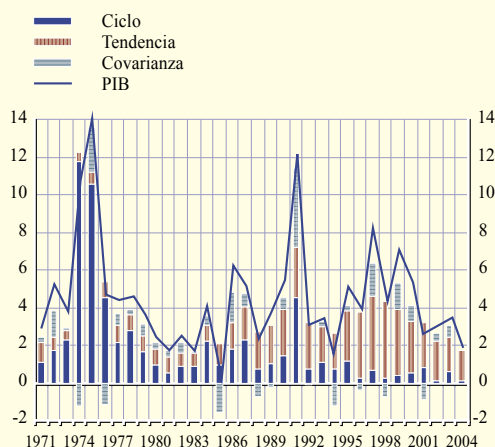


Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

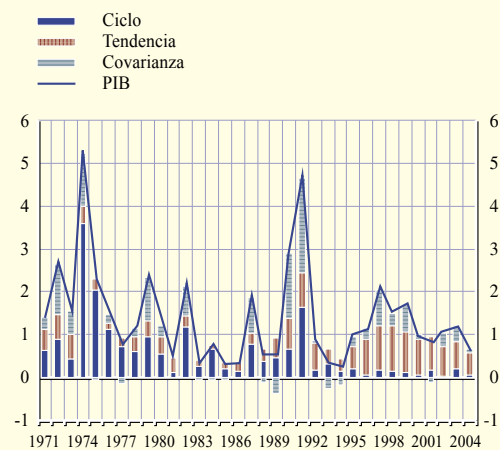
- 1 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la divergencia en cuanto al crecimiento del producto de los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2005.
- 2 Para un breve análisis, véase el artículo titulado «Características del ciclo económico de la zona del euro en los años noventa», en el Boletín Mensual de julio del 2002.
- 3 El filtro utilizado se basa en el filtro pasabanda «aproximado» que figura en M. Baxter y R. King (1995), «Measuring Business Cycles: approximate band-pass filters for economic time series», NBER working paper 5022, febrero. Para una revisión de las estimaciones del producto potencial de la zona del euro, véase el recuadro 5 en el Boletín Mensual de febrero de 2005. Un filtro pasabanda es un tipo especial de media móvil que transforma los datos macroeconómicos para obtener el componente cíclico. Se han utilizado los parámetros convencionales del filtro de Baxter y King, es decir, un límite inferior de 6 trimestres para los movimientos cíclicos y un límite superior de 32 trimestres y un retardo de 12 trimestres.

**Gráfico C Contribuciones a la varianza del crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro, sin ponderar**



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

**Gráfico D Contribuciones a la varianza del crecimiento del PIB real en los países de la zona del euro, ponderadas**



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Los gráficos A y B muestran la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real desde los años setenta, así como la dispersión de las brechas de producción (el componente cíclico) y de las tasas de crecimiento tendencial de los países de la zona del euro, en términos ponderados y sin ponderar. En ellos pueden observarse algunas diferencias notables en la manera en que ha evolucionado la dispersión de las brechas de producción y de las tasas de crecimiento tendencial. Por lo que se refiere a la brecha de producción, parece que su dispersión se redujo significativamente en el transcurso de la década de los noventa, y se ha mantenido prácticamente estabilizada en un nivel bajo durante los cinco últimos años. En cuanto a las tasas de crecimiento tendencial, la dispersión registró un incremento en los años ochenta y la mayor parte de los noventa, pero ha caído ligeramente desde finales de la última década.

A fin de entender mejor la importancia relativa de las tendencias y de los ciclos para explicar las diferencias de crecimiento entre países, pueden calcularse las contribuciones de estos dos componentes a la varianza total<sup>4</sup>. Como puede observarse en los gráficos C y D, la descomposición de la varianza de las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro indica una importante reducción de la contribución del componente cíclico a la dispersión y, simultáneamente, un considerable aumento de la contribución que procede de las diferencias del crecimiento tendencial, sobre todo desde comienzos de los años noventa. Así pues, la aportación del componente cíclico a la dispersión parece haber sido relativamente limitada en los diez últimos años, pudiéndose atribuir la mayor parte de la dispersión a las diferencias en el crecimiento del producto tendencial<sup>5</sup>.

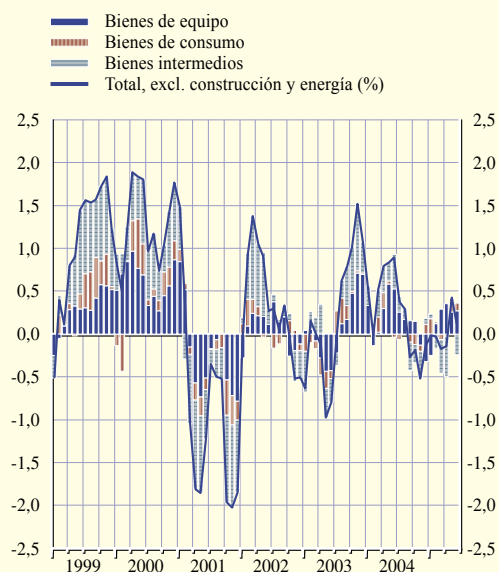
Puede haber diversos motivos que expliquen las diferencias que existen en el crecimiento tendencial, relacionados, entre otras cosas, con procesos de convergencia, así como diversas tendencias en la demografía, la utilización del factor trabajo o los patrones de productividad. Algunos de estos factores pueden estar relacionados, a su vez, con diferencias en la velocidad de las reformas estructurales emprendidas en el pasado. En aquellos países rezagados en términos de crecimiento potencial, el desafío está en abordar decididamente sus problemas estructurales.

4 La desviación típica, tal y como se ha utilizado, no puede descomponerse fácilmente. El cuadrado de la desviación típica, la varianza, puede descomponerse del modo siguiente: cuando la tendencia y los ciclos se expresan como contribución al crecimiento del PIB real  $\text{var}(\text{PIB}) = \text{var}(\text{tendencia}) + \text{var}(\text{ciclo}) + 2\text{covar}(\text{ciclo}, \text{tendencia})$ .

5 Cabe observar que un componente necesario de esta descomposición es la covarianza entre el crecimiento tendencial y el ciclo. Sin embargo, como se muestra en los gráficos, esta parte es relativamente pequeña y no afecta a las conclusiones generales.

### Gráfico 21 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En cuanto a la composición del crecimiento por ramas de actividad, los datos de valor añadido real en el segundo trimestre del 2005 (que ya aparecían recogidos en el Boletín Mensual de septiembre) mostraban que tanto la industria como los servicios contribuyeron de modo positivo al crecimiento. El valor añadido en la industria aumentó a un ritmo mucho más elevado que el de los servicios, aunque el valor añadido real de la zona del euro es atribuible en su mayor parte a los servicios.

Los datos disponibles hasta julio indican que, en la zona del euro, la actividad industrial (excluida la construcción) se fortaleció ligeramente al inicio del tercer trimestre, pero sin experimentar una aceleración significativa. La producción industrial de la zona se incrementó a una tasa intermensual del 0,2% en julio, tras un avance del 0,4% en junio (cifra revisada al alza en 0,1 puntos porcentuales). En términos de medias móviles de tres meses, los últimos resultados muestran una tasa de expansión de la industria del 0,4% en junio, sin cambios con respecto a mayo (véase gráfico 21). Los datos de producción industrial (excluida la construcción y la energía) de los tres

últimos meses apuntan, por lo tanto, a una evolución relativamente positiva. Esto es lo que sucede sobre todo en los bienes de equipo más sensibles al ciclo (un aumento del 0,9% en términos de medias móviles de tres meses) y de bienes de consumo (un incremento del 0,5% también en términos de medias móviles de tres meses).

En las manufacturas, los nuevos pedidos se redujeron en julio un 1,2% en tasa intermensual, tras un crecimiento relativamente intenso, del 3,1%, el mes anterior y un incremento del 2,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. El nivel de los nuevos pedidos en el mes de julio se mantuvo ligeramente por encima del nivel medio observado en el segundo trimestre, lo que podría sugerir una expansión más lenta de los nuevos pedidos en el tercer trimestre. En resumen, los datos hasta julio presentan indicios favorables con respecto a la evolución durante los meses de verano.

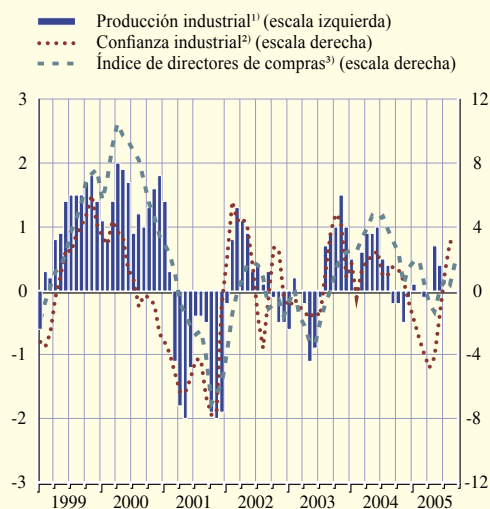
### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LAS MANUFACTURAS Y A LOS SERVICIOS

Tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el índice de directores de compras de la zona del euro mejoraron en septiembre, tras haber permanecido prácticamente sin cambios en agosto. Entre julio y septiembre, ambos indicadores se situaron por encima de los niveles registrados en el segundo trimestre del 2005 en su conjunto, y se encuentran ahora en niveles cercanos a los observados a comienzos de año. El fortalecimiento de la confianza industrial en septiembre reflejó principalmente una mejora en la cartera de nuevos pedidos. Sin embargo, desde una perspectiva a largo plazo el nivel de confianza industrial sigue siendo relativamente reducido, indicando un ritmo moderado de actividad industrial en el tercer trimestre del 2005 (véase gráfico 22).



**Gráfico 22 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

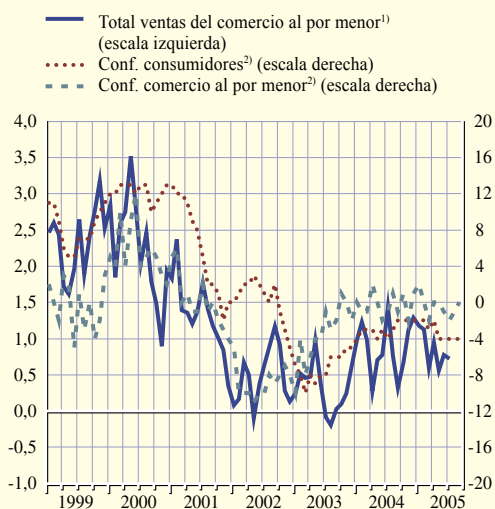
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research y cálculos del BCE.  
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.  
2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.  
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

**Gráfico 23 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)



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

En septiembre, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea casi recuperó el nivel observado en julio del 2005. Este indicador se sitúa ahora ligeramente por encima de su media para el segundo trimestre del 2005. Desde una perspectiva a más largo plazo, el indicador de la Comisión se mantuvo próximo a su valor medio desde junio del 2003. El índice de actividad industrial de los servicios aumentó sustancialmente en septiembre, alcanzando con ello el valor más elevado en un año. En conjunto, la información procedente de las encuestas también proporciona algunos indicios ligeramente positivos sobre el crecimiento de los servicios durante el tercer trimestre.

### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El crecimiento del consumo privado fue débil en el segundo trimestre. A corto plazo, los indicadores disponibles del gasto de los hogares apuntan, en promedio, a un crecimiento moderado del consumo privado en el tercer trimestre.

El volumen de las ventas del comercio al por menor cayó en julio un 0,5% en tasa intermensual, pero aumentó en agosto un 0,9%, recuperando así, aproximadamente, los niveles observados en mayo y junio. Mientras que el descenso del consumo de alimentos en julio se vio contrarrestado por una subida de la misma magnitud en agosto, las ventas al por menor de bienes no alimenticios se elevó entre junio y agosto. Pese a la desfavorable evolución de junio, las tasas de crecimiento intertrimestral, en términos de medias móviles de tres meses, fueron del 0,4% tanto en julio como en agosto. En cuanto a los otros indicadores del gasto de los hogares, las matriculaciones de automóviles descendieron en julio y agosto, tras un incremento inusualmente intenso en junio. Como resultado, las matriculaciones de automóviles se redujeron significativamente en los dos primeros meses del

tercer trimestre, en comparación con el crecimiento del 1,7% registrado en el segundo trimestre en su conjunto (véase gráfico 23). En conjunto, la evolución reciente del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles proporciona indicios ligeramente positivos para la dinámica del consumo en el tercer trimestre.

Por último, según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores se mantuvo sin cambios en septiembre por cuarto mes consecutivo. En general, la confianza de los consumidores se ha mantenido prácticamente estabilizada desde mediados del 2004, aunque en niveles relativamente bajos.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores sugieren la continuación de la mejora gradual de la situación del mercado de trabajo que se inició en el primer semestre del 2005. Las expectativas de creación de empleo en la industria y los servicios mejoraron en el tercer trimestre del 2005 en su conjunto, respaldando la percepción de una mejora constante, pero moderada, del mercado de trabajo durante el segundo semestre del año.

### DESEMPLEO

La tasa de paro normalizada de la zona del euro se elevó hasta el 8,6% en agosto del 2005, desde el 8,5% del mes anterior, tras haber descendido durante los tres meses precedentes (véase gráfico 24). El factor determinante de esta subida fue un aumento del número de parados de, aproximadamente, 140.000 personas, tras una reducción media mensual cercana a las 12.000 personas en los tres meses anteriores. Sin embargo, las cifras de paro de la zona del euro han de interpretarse con cautela en estos momentos.

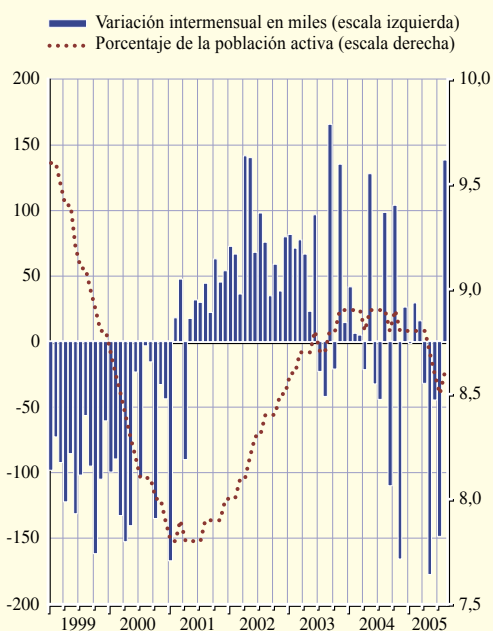
La evolución de agosto se debe fundamentalmente al crecimiento de la tasa de desempleo en Alemania, tras cambios metodológicos e institucionales en la recogida de datos, por lo que puede que los últimos datos no reflejen plenamente la evolución subyacente en el mercado de trabajo. De hecho, los datos para la zona del euro, excluida Alemania, muestran una disminución gradual del desempleo también en agosto.

### EMPLEO

El empleo experimentó un avance del 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2005, tras haber registrado una tasa de crecimiento del 0,1% en el primer trimestre (véase cuadro 7). El aumento del empleo en el segundo trimestre del 2005 con respecto al primer trimestre del año se debe fundamentalmente a su expansión en la industria (incluida la construcción). La tasa de crecimiento intertrimestral del empleo en esta rama de actividad fue del 0,1%, tras haber descendido a una tasa del 0,6% en el trimestre anterior y a una tasa interanual del 0,9% en el año 2004. El empleo en los servicios registró una tasa

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de crecimiento intertrimestral del 0,3% en el segundo trimestre del 2005, prácticamente acorde con la tasa de expansión observada en la mayor parte de los trimestres anteriores. Así pues, la evolución durante los últimos trimestres apunta a una mejora continua, pero gradual, del mercado de trabajo. No obstante, al interpretar los datos, hay que tener también presente los efectos recientes de las medidas adoptadas en materia de política laboral, como el crecimiento del empleo atribuible al ascenso del trabajo a tiempo parcial y del empleo por cuenta propia.

El modesto crecimiento del empleo, junto con un ritmo de actividad económica ligeramente inferior en el segundo trimestre del 2005 que en el primero, produjo una leve reducción del crecimiento de la productividad del trabajo, tanto en términos anuales como trimestrales. Con todo, la evolución global del crecimiento de la productividad del trabajo esconde tendencias divergentes entre las ramas de actividad. Más concretamente, en el segundo trimestre del 2005 el positivo crecimiento de la productividad del trabajo en la industria (0,8% en tasa intertrimestral) se vio contrarrestado parcialmente por un descenso de la productividad del trabajo en los servicios (0,1% en tasa intertrimestral). A medio plazo, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo para el conjunto de la economía ha disminuido por cuarto trimestre consecutivo y claramente está por debajo de su media desde el inicio de los años noventa. El recuadro titulado «Evolución de la calidad del trabajo en la zona del euro y sus efectos en el crecimiento de la productividad» describe la evolución a largo plazo de la productividad, centrándose en particular en hasta qué punto los cambios en la calidad del trabajo han contribuido al crecimiento de la productividad.

Las expectativas de empleo de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras mejoraron en septiembre y en el tercer trimestre del 2005 en su conjunto. Actualmente se encuentran por encima de la media para el segundo trimestre y, por lo tanto, apuntan a una ligera mejora del empleo tanto en las manufacturas como en los servicios.

## Recuadro 7

### EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y SUS EFECTOS EN EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

La composición de la población activa en la zona del euro evoluciona con el tiempo y como respuesta a la cambiante situación del mercado de trabajo. Ello da lugar a que se produzcan cambios en el capital humano disponible. No obstante, las medidas convencionales del factor trabajo, como el total de horas trabajadas, no recogen los efectos de las variaciones en la calidad del trabajo debidas, por ejemplo, a modificaciones en el porcentaje de trabajadores con un nivel de estudios más elevado y una mayor experiencia laboral. Lo anterior hace que se subestime la contribución del factor trabajo al crecimiento económico. En principio, la medición de la productividad debería tener en cuenta las variaciones en la calidad del trabajo mediante la utilización del número de horas efectivamente trabajadas, ajustadas de calidad, como medida del factor trabajo. El término «crecimiento de la calidad del trabajo» se utiliza habitualmente para describir la diferencia entre horas trabajadas ajustadas de calidad del trabajo y horas trabajadas no ajustadas.

En este recuadro se presenta evidencia de los cambios acaecidos en el capital humano de la zona del euro y su repercusión en el crecimiento de la productividad, basada en una estimación de la calidad del trabajo en la zona del euro desde comienzos de los años ochenta. Se han utilizado distintas fuentes de datos para establecer esta estimación, pero al ser todavía incompletas, la estimación debería interpretarse con cierta cautela. Para mejorar este análisis en el futuro, sería necesario realizar periódicamente una compilación de las cuentas nacionales de la zona del euro, que incluyera una desagregación de los salarios y del empleo por nivel de estudios, grupo de edad y sexo, así como por sector.

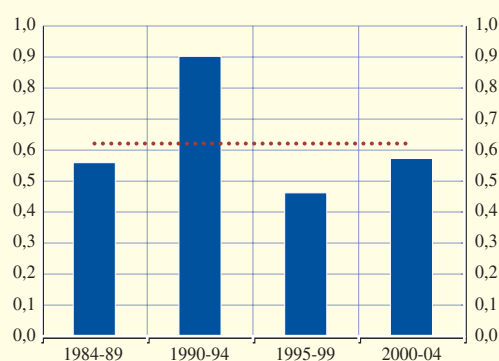
#### Estimaciones de la calidad del trabajo en la zona del euro

La medición de la calidad del empleo requiere información desagregada sobre las variables que aproximan el capital humano y la productividad. El capital humano está determinado por varias características concretas, como el nivel educativo y la experiencia laboral. De forma intuitiva, la calidad del trabajo mejora cuando se incrementa la proporción del total de horas trabajadas por trabajadores con una productividad y un capital humano más elevados, como los que tienen un mayor nivel de estudios y una experiencia laboral más dilatada<sup>1</sup>.

1 El índice de calidad del trabajo de la zona del euro se construye en dos etapas. En primer lugar, se estiman ponderaciones para 30 grupos de trabajadores diferentes (clasificados por nivel de estudios, edad y sexo) pertenecientes a 12 países de la zona del euro, utilizando ecuaciones de ingresos y datos microeconómicos sobre individuos procedentes del Panel de Hogares de la Comunidad Europea (PHCE). En segundo lugar, las ponderaciones se combinan con datos relativos al total de horas trabajadas por grupos de trabajadores clasificados por países y características de los trabajadores de la Encuesta Europea de Población Activa. Para un análisis detallado de los distintos métodos de estimar la calidad del empleo, véase D. Aaronson y D. Sullivan (2001) «Growth in Worker Quality», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.

Gráfico A Crecimiento de la calidad del trabajo de la zona del euro

(medias de las tasas de crecimiento interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: La línea de puntos representa la media del período 1984-2004.

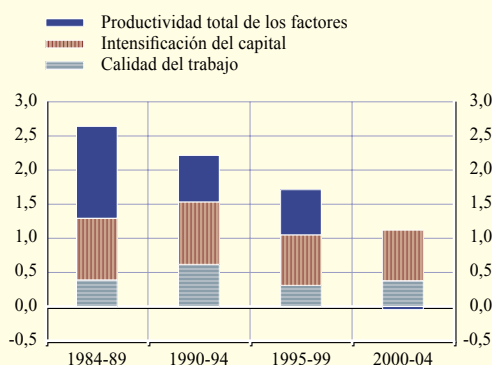
Los resultados sugieren que la calidad del trabajo en la zona del euro ha aumentado sin pausa desde comienzos de los años ochenta (véase gráfico A), siendo la tasa media de crecimiento interanual cercana al 0,6% en el periodo 1984-2004. A lo largo del tiempo, las variaciones en el crecimiento de la calidad del trabajo pueden reflejar la evolución de las frecuencias tendenciales y cíclicas. El aumento tendencial del crecimiento de la calidad del empleo tiene su origen, principalmente, en un incremento del porcentaje del total de horas trabajadas por trabajadores más formados. En términos de frecuencia cíclica, cabe la posibilidad de que el porcentaje de trabajadores peor cualificados aumente durante los periodos de crecimiento más intenso, ya que las empresas reducen sus exigencias relativas a la cualificación de los trabajadores con el fin de expandir la producción, animando así a un gran número de trabajadores peor cualificados a entrar en el mercado de trabajo, pues existe una probabilidad mayor de que encuentren trabajo y, posiblemente, de que reciban mejores salarios. El significativo incremento del crecimiento de la calidad del trabajo en la primera mitad de los años noventa y el posterior descenso en el resto de la década —un periodo de crecimiento del empleo especialmente intenso— es compatible con esta interpretación. En los últimos años, parece que se ha registrado un alza en el crecimiento de la calidad del trabajo.

### Implicaciones para la productividad

La utilización del trabajo ajustado de calidad en un marco convencional para explicar el crecimiento proporciona nuevas ideas acerca de la trayectoria reciente de la productividad del trabajo. Dentro de este marco, el crecimiento de la productividad del trabajo, que se define como el producto real por hora trabajada, puede descomponerse en tres factores: intensificación del capital (es decir, el crecimiento de los servicios de capital por hora trabajada), el crecimiento de la calidad del trabajo y el crecimiento de la productividad total de los factores<sup>2</sup>. La descomposición de la productividad del trabajo muestra que las variaciones que se producen en la calidad del empleo desempeñan un papel relativo cada vez mayor a la hora de explicar el crecimiento de la productividad del trabajo (véase gráfico B). Mientras que a comienzos de los ochenta la contribución del crecimiento de la calidad del trabajo representaba solamente el 15% del crecimiento de la productividad, este porcentaje pasó ser superior al 30% a comienzos de la década actual. Estas estimaciones sugieren que mientras que el crecimiento de la productividad total de los factores (excluido el impacto del crecimiento de la calidad del empleo) fue más lento en los años noventa que en los ochenta, mostró una nueva desaceleración en el periodo de atonía del crecimiento registrado recientemente en la zona del euro. No obstante, dada la imprecisión implícita en todas las estimaciones de la productividad total de los factores, estos resultados han de interpretarse con cierta cautela.

Gráfico B Descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo

(contribuciones)



Fuente: Cálculos del BCE. Salvo por la estimación del crecimiento de la calidad del trabajo, los datos proceden del Groningen Growth and Development Centre.

2 La evolución del crecimiento de la productividad del trabajo y su descomposición, que no incluye una estimación del crecimiento de la calidad del empleo, se presentan en el recuadro titulado «Evolución de la productividad de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de marzo del 2005.

### **Algunas consideraciones de política económica**

Aunque los principales determinantes de las variaciones en la calidad del trabajo son un nivel de estudios más elevado y una mayor experiencia laboral, resulta importante reconocer que existen otros factores (que no pueden medirse), como la calidad y el tipo de estudios, que posiblemente afecten también a la calidad del empleo. La descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo sugiere que las políticas en materia de capital humano de la zona del euro deberían estar orientadas a mejorar el nivel educativo y proporcionar más formación dentro de las empresas. Además, la desaceleración que se produjo en el crecimiento de la productividad total de los factores que sugiere esta descomposición pone de relieve la necesidad de establecer políticas económicas que estimulen la innovación y promuevan el uso de tecnologías que favorezcan la productividad.

### **4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

De cara al futuro, los últimos datos disponibles están prácticamente en consonancia con la valoración de que el crecimiento económico podría fortalecerse en el segundo semestre del 2005. También, se corresponden, en general, con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE y con las últimas previsiones de organismos internacionales e instituciones privadas. A medio plazo, se mantienen las condiciones para que se produzca un aumento de la tasa de crecimiento económico. En el entorno exterior, la expansión actual de la demanda mundial debería respaldar las exportaciones de la zona del euro. No es probable que el efecto de los últimos huracanes en la economía mundial sea persistente. En el ámbito interno, la inversión debería verse favorecida por unas condiciones de financiación muy favorables y por el vigoroso crecimiento de los beneficios empresariales. El consumo debería registrar una expansión gradual en consonancia con el moderado crecimiento esperado de la renta real disponible. En general, hay margen para que los factores fundamentales más positivos conformen la evolución económica. No obstante, las perspectivas de actividad económica siguen estando sujetas a riesgos a la baja, relacionados fundamentalmente con los precios del petróleo, con la preocupación acerca de los desequilibrios mundiales y con la reducida confianza de los consumidores.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio efectivo del euro experimentó una moderada depreciación en septiembre y en los primeros días de octubre, en un entorno de fluctuaciones relacionadas, en gran medida, con las reacciones de los mercados frente a los desastres naturales que sufrió Estados Unidos y a los resultados de las elecciones en Alemania, así como con su probable impacto en la evolución económica de esas dos regiones.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

A comienzos de septiembre, el euro se apreció unos 3 centavos frente al dólar estadounidense, alcanzando el nivel de 1,25 dólares durante un breve período. Inicialmente, los mercados de divisas consideraron que el impacto económico del huracán Katrina podría desacelerar el ritmo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, lo que a su vez podría afectar al dólar. No obstante, a lo largo del mes, el euro atravesó un período de debilidad, que se prolongó tras el resultado de las elecciones en Alemania. Al parecer, este debilitamiento frente a la moneda estadounidense se vio respaldado por los datos de julio sobre la positiva evolución de las inversiones de cartera en Estados Unidos, así como por la persistencia de un creciente diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. En este contexto, el euro cotizaba a 1,19 dólares el 5 de octubre de 2005, es decir, un 2,1% menos que a finales de agosto y un 3,9% por debajo de la media del año 2004.

#### YEN JAPONÉS/EURO

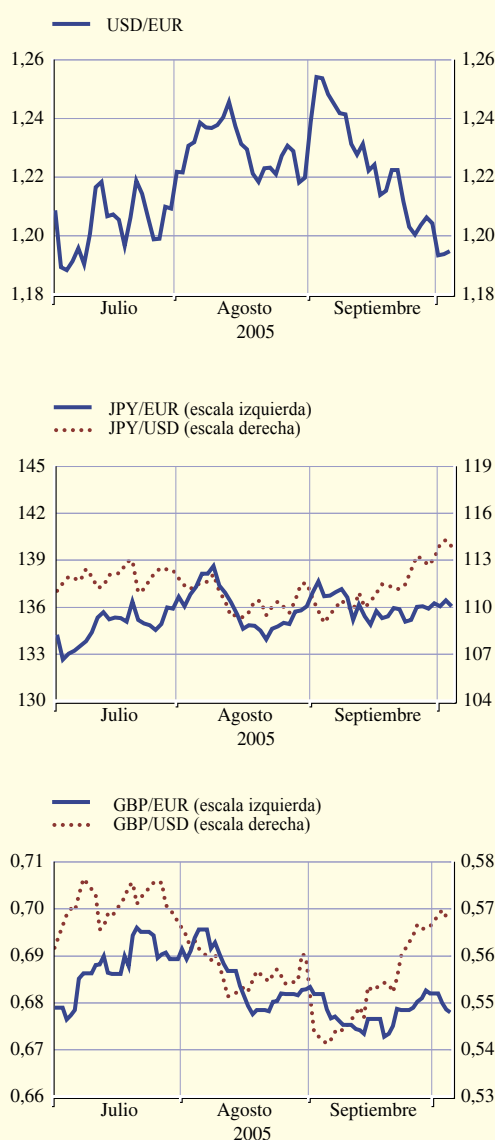
Tras experimentar algunas fluctuaciones en los meses anteriores, el euro se mantuvo bastante estable frente al yen japonés en septiembre. El yen se fortaleció inicialmente frente al dólar estadounidense inmediatamente después del huracán Katrina, pero más tarde se perdió con creces el terreno ganado, a medida que el clima imperante en los mercados se tornó más favorable con respecto al dólar. El 5 de octubre, el euro cotizaba a 136 yenes, es decir, casi al mismo nivel que a finales de agosto y un 1,2% por encima de la media del año 2004.

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

En el MTC II, todas las monedas se han mantenido prácticamente estables en septiembre. En lo que se refiere a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, el euro siguió depreciándose moderada-

Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio

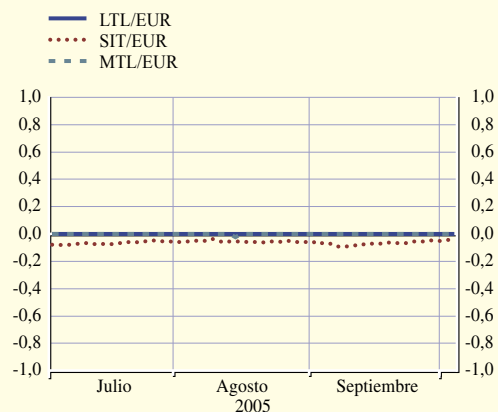
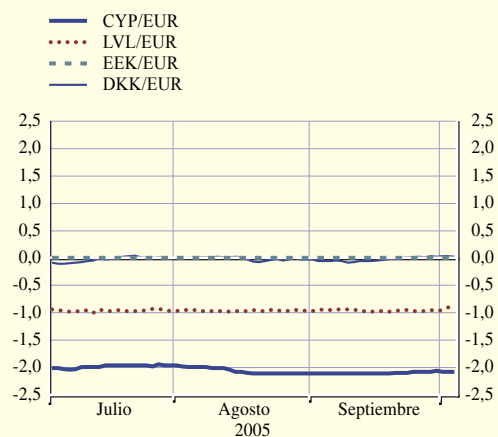
(datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico 26 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II**

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

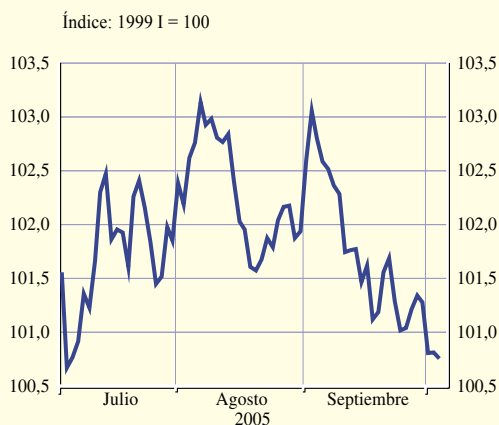


Fuente: BCE.

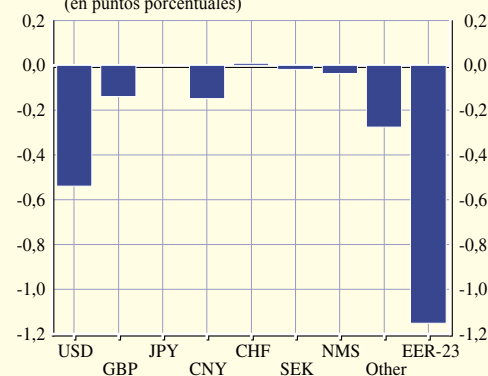
Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central frente al euro implica que la moneda se sitúa en la parte baja/alta de la banda. Para la corona danesa la banda de fluctuación es  $\pm 2,25\%$ ; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es  $\pm 15\%$ .

**Gráfico 27 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
31 agosto 2005 - 5 octubre 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.

mente en la primera mitad de septiembre frente a la libra esterlina, aunque se recuperó posteriormente. El 5 de octubre, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, es decir, un 0,7% por debajo del nivel observado a finales de agosto y casi sin variación con respecto a la media del año 2004. El euro se depreció frente al zloty polaco (2,9%), se apreció frente al forint húngaro (2%) y se mantuvo prácticamente sin variación con respecto a la corona checa y la corona eslovaca.

### OTRAS MONEDAS

Por lo que respecta a otras monedas no pertenecientes a la UE, desde finales de agosto el euro se ha mantenido prácticamente sin cambios frente al franco suizo, aunque se ha depreciado más de un



3,5% frente al dólar canadiense y el dólar australiano. El 23 de septiembre, el Banco Central de la República Popular China amplió la banda de fluctuación del renminbi frente a las monedas distintas del dólar estadounidense de  $\pm 1,5\%$  a  $\pm 3\%$  por día. Esta decisión parece ser, sobre todo, de carácter técnico para facilitar movimientos cruzados diarios de mayor magnitud entre el dólar y las otras monedas.

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 1,2% por debajo de del nivel de finales de agosto y un 3% por debajo de la media del año 2004 (véase gráfico 27). Casi la mitad del descenso del euro en términos efectivos en septiembre y a principios de octubre es atribuible a la depreciación experimentada frente al dólar estadounidense.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de balanza de pagos disponibles hasta julio del 2005 confirman que las exportaciones de la zona del euro han continuado su tendencia ascendente. Al mismo tiempo, se observó un crecimiento aún más sólido de las importaciones en términos nominales, que refleja en gran medida el alza de los precios del petróleo. Por consiguiente, y desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit por cuenta corriente, acumulado de doce meses, de la zona del euro se redujo a 8,7 mm de euros en julio del 2005, en comparación con los 48,6 mm de euros registrados un año antes. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 114,2 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta julio del 2005, frente a las salidas netas de 80,9 mm de euros observadas un año antes.

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

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

	2005		Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses: período que finalizó en	
	2005 Jun	2005 Jul	2004 Oct	2005 Ene	2005 Abr	2005 Jul	2004 Jul	2005 Jul
<b>Cuenta corriente</b>	-1,0	-5,9	1,7	1,3	1,5	-1,7	48,6	8,7
Bienes	6,5	2,2	5,3	6,4	7,1	5,4	120,8	72,7
Exportaciones	99,9	102,6	94,3	95,3	96,8	101,2	1.086,2	1.162,7
Importaciones	93,4	100,4	88,9	88,9	89,7	95,8	965,4	1.090,0
Servicios	1,4	1,9	3,0	2,0	2,3	1,5	23,8	26,5
Exportaciones	30,1	31,7	30,4	29,9	30,1	30,2	342,1	361,8
Importaciones	28,7	29,9	27,4	27,9	27,8	28,7	318,2	335,3
Rentas	-4,5	-6,1	-1,9	-1,2	-3,2	-4,4	-39,5	-32,2
Transferencias corrientes	-4,4	-3,8	-4,7	-5,8	-4,7	-4,2	-56,6	-58,3
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	16,5	-2,9	-3,2	9,8	-2,6	16,6	-10,1	61,8
Total inversiones directas y de cartera	92,7	-6,5	13,8	-9,0	-4,1	37,4	-80,9	114,2
Inversiones directas	-9,9	-80,1	-1,7	-13,3	-6,6	-28,9	-66,8	-151,5
Inversiones de cartera	102,6	73,7	15,5	4,3	2,5	66,3	-14,1	265,7
Acciones y participaciones	61,7	90,1	10,5	14,2	-15,5	57,8	-4,5	201,2
Valores distintos de acciones	40,9	-16,5	5,0	-9,9	17,9	8,5	-9,6	64,5

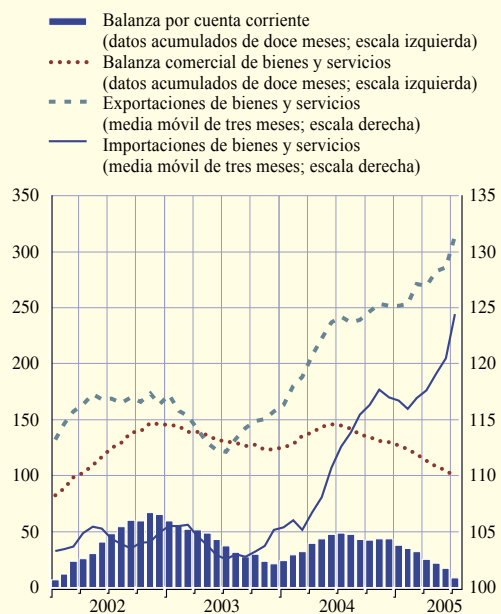
Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica un flujo neto de entrada (salida). Datos sin desestacionalizar.

**Gráfico 28 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro**

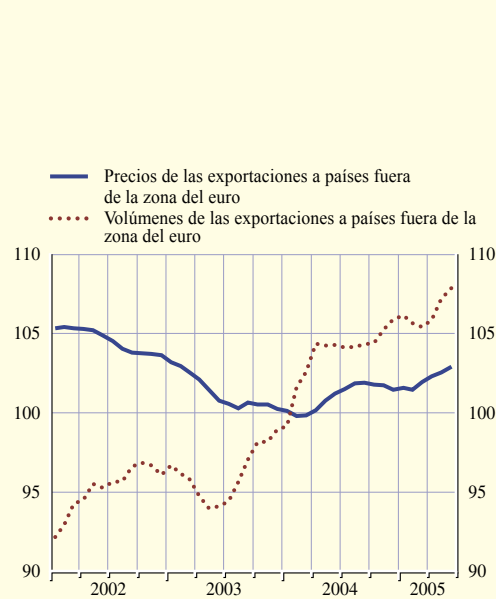
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

**Gráfico 29 Precios y volúmenes de exportación a países no pertenecientes a la zona del euro**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio del 2005.

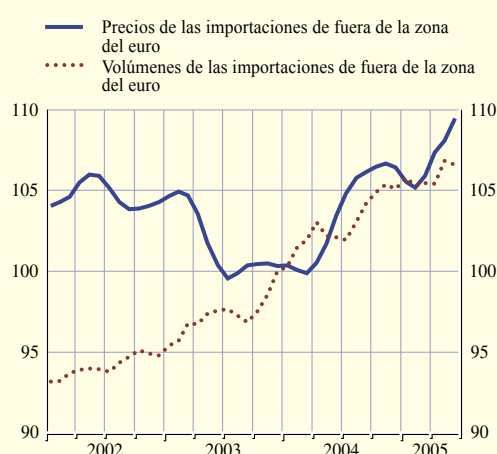
## COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los datos más recientes de balanza de pagos correspondientes a julio confirman que las exportaciones de la zona del euro continúan su tendencia ascendente. La media móvil de tres meses de las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó un 3,5%, en comparación con la cifra de abril. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en el acusado incremento de las exportaciones nominales de bienes (4,5%), mientras que las exportaciones de servicios sólo crecieron ligeramente (véase cuadro 8). Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron un 6% en el mismo período, como resultado de un aumento del 6,8% en el caso de los bienes y de un aumento del 3,2% en los servicios (véase gráfico 28).

Los datos facilitados por Eurostat respecto a la desagregación del comercio exterior por volúmenes y precios hasta junio del 2005 indican que el sólido crecimiento sostenido de las exportaciones nominales de bienes parece deberse, sobre todo, a su notable aumento en términos reales, que se cifró en un 2,4% en el segundo trimestre, en contraste con una caída del 0,5% en el primer trimestre del año (véase gráfico 29). Concretamente, el repunte de las exportaciones reales a Estados Unidos y a los nuevos Estados miembros de la zona del euro observado en el segundo trimestre contribuyó a la solidez de las exportaciones durante este período. Al mismo tiempo, los precios de las exportaciones de la zona se incrementaron ligeramente en el segundo trimestre, continuando así el gradual ascenso que se inició en el primer semestre del 2004. Anteriormente, los exportadores habían reducido los precios (en euros) recortando los márgenes, a fin de contrarrestar en parte las pérdidas de competitividad en términos de precios, como consecuencia de la apreciación de la moneda única a partir de comienzos del 2002.

**Gráfico 30 Precios y volúmenes de importación de países no pertenecientes a la zona del euro**

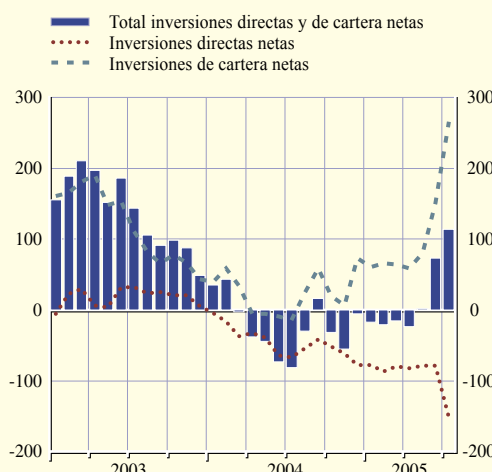
(índices: enero 2004 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio del 2005.

**Gráfico 31 Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



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

Por lo que se refiere a las importaciones, el sólido crecimiento de las importaciones nominales de bienes que se produjo en el segundo trimestre del 2005 tuvo su origen, en gran medida, en la subida de los precios de importación (véase gráfico 30). Además, dicha subida refleja en parte el alza de los precios del petróleo, que también se han incrementado ligeramente como consecuencia de la depreciación del euro frente al dólar estadounidense en el segundo trimestre. Debido al alto contenido en importaciones de las exportaciones de la zona del euro, las importaciones en términos reales aumentaron de nuevo, respaldadas por el repunte de las exportaciones. Entre tanto, los datos provisionales indican que este repunte fue, principalmente, resultado de la solidez de las importaciones reales procedentes de Asia y de los nuevos Estados miembros de la UE, y ponen de relieve el cambio que se está produciendo a favor de las importaciones provenientes de esos países en detrimento de otros proveedores más tradicionales.

Desde una perspectiva de más largo plazo, en julio del 2005, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes se redujo en torno a 48 mm de euros en comparación con la cifra registrada un año antes, ya que las importaciones en términos nominales crecieron más que las exportaciones. Una reducción del déficit de la balanza de rentas (7,3 mm de euros) y un moderado incremento del superávit de la balanza de servicios (2,7 mm de euros) compensaron en parte la acusada caída del superávit de la balanza de bienes, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes registró un ligero aumento de 1,7 mm de euros. Como consecuencia de todo ello, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses se redujo en unos 40 mm de euros, situándose en 8,7 mm de euros en julio.

#### CUENTA FINANCIERA

Tras las cuantiosas entradas netas contabilizadas en el segundo trimestre del 2005, la zona del euro registró unas modestas salidas netas, por importe de 6,5 mm de euros, en el agregado de inversiones directas y de cartera en julio (véase cuadro 8). El incremento relativamente importante de las salidas netas en forma de inversiones directas y las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro reflejan, en gran medida, una operación excepcional. No obstante, las compras netas de valores

distintos de acciones de la zona realizadas por no residentes se redujeron al nivel más bajo registrado desde principios del año, posiblemente como consecuencia de la moderada emisión de bonos en la zona en julio.

Por lo que respecta a la evolución durante los doce meses transcurridos hasta julio del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 114,2 mm de euros, frente a unas salidas netas de 80,9 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de dirección de los flujos de capital tiene, en gran parte, su origen en un fuerte incremento de las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro y, en menor medida, de valores de renta fija por parte de no residentes durante este período. En el caso de los valores de renta variable, estas cuantiosas entradas netas probablemente se han visto respaldadas por la sólida rentabilidad de las empresas y los bajos tipos de interés vigentes en la zona del euro, que han favorecido la inversión en este tipo de valores. Al mismo tiempo, la zona del euro ha seguido registrando constantes salidas netas de inversiones directas, debido en gran medida a las inversiones en acciones y participaciones realizadas en el exterior por residentes en la zona. Ello podría reflejar los esfuerzos desplegados por las empresas de la zona para ampliar el acceso a los mercados emergentes y, al mismo tiempo, lograr que los procesos de producción sean eficientes en términos de costes.

## DEMANDA DE DINERO E INCERTIDUMBRE



*El período comprendido entre los años 2000 y 2003 se caracterizó por un aumento de la incertidumbre geopolítica, económica y financiera, provocado por varias perturbaciones que afectaron a la economía mundial. Esta incertidumbre ha tenido un profundo impacto en muchos aspectos del comportamiento económico de la zona del euro. En particular, ha influido en las decisiones de cartera de las empresas y los hogares, lo que ha dado lugar a un incremento de las tenencias de dinero en la zona mayor de lo que se había previsto en función de la evolución de los determinantes convencionales de la demanda de dinero, como la renta, los precios y los tipos de interés. Los desplazamientos de cartera (concretamente entre el efectivo, por una parte, y las tenencias de valores —especialmente valores extranjeros— por otra) han desempeñado un papel fundamental a este respecto. De hecho, en el contexto de una mayor globalización, es probable que los efectos de contagio de las perturbaciones mundiales entre unas economías y otras continúen desempeñando un papel significativo en la evolución de la demanda de dinero de la zona del euro.*

### I INTRODUCCIÓN

El período comprendido entre los años 2000 y 2003 se caracterizó por un aumento de la incertidumbre geopolítica, económica y, especialmente, financiera, provocado por una serie de perturbaciones de gran magnitud y, sobre todo, sin precedentes, que afectaron a la economía mundial. Entre otras, cabe destacar el estallido de la burbuja de los valores tecnológicos, que marcó el final del auge impulsado por estos valores, los atentados terroristas perpetrados contra Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001, una cadena de escándalos contables a ambos lados del Atlántico tras la corrección del mercado de valores y las guerras en Afganistán, a finales del 2001, e Iraq, a principios del 2003. Todos estos acontecimientos contribuyeron, de una u otra forma, a una prolongada y significativa caída de los precios mundiales de las acciones y a un aumento de la volatilidad a partir de mediados del año 2000.

Estas perturbaciones de alcance mundial han tenido un profundo impacto en el comportamiento de los agentes económicos, en la dinámica de los agregados monetarios, en la trayectoria de los mercados financieros, de materias primas, de bienes y de factores y, por consiguiente, en la evolución de la economía de la zona del euro. La incertidumbre generada por dichas perturbaciones tiene una repercusión importante en el diseño y la ejecución de la política monetaria<sup>1</sup>.

En este artículo se investiga con cierto detalle cómo han influido esas perturbaciones en la demanda de dinero de la zona del euro a través de su impacto en la incertidumbre económica y financiera. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de M3

**Gráfico I Crecimiento de M3 a corto plazo y volatilidad implícita de los mercados de valores**

(tasa de crecimiento anualizada de tres meses en porcentaje; en porcentaje)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: La serie de volatilidad implícita representa la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo, según la definición de Bloomberg. El índice bursátil al que se refiere la volatilidad implícita es el Dow Jones EURO STOXX 50.

de la zona del euro —especialmente en el segundo semestre del 2001 y entre finales del 2002 y principios del 2003— parece estar relacionada con la existencia de una incertidumbre mayor de lo normal respecto a la evolución futura del precio de las acciones (al menos expresada en términos de la volatilidad implícita de los índices bursátiles deri-

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2001.

vados del precio de las opciones), como se indica en la zona sombreada del gráfico 1.

Además, en el artículo se reconoce que el impacto de esas perturbaciones mundiales en el agregado M3 de la zona del euro ha cobrado mayores dimensiones, debido a la mayor globalización de los mercados financieros, con el resultado de que los flujos internacionales de capital han influido de forma más significativa en la evolución de las tenencias de efectivo de la zona.

## 2 DINERO E INCERTIDUMBRE

En los libros de texto de economía monetaria suelen mencionarse tres funciones principales del dinero: unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor. Cada una de estas funciones atenúa, al menos en cierta medida, los problemas derivados de las situaciones de incertidumbre<sup>2</sup>.

Como la demanda de dinero tiene su origen, al menos en parte, en una necesidad de protegerse de la incertidumbre, en su evolución influyen el nivel y la naturaleza de la incertidumbre existente en la economía. Así pues, los indicadores monetarios tienen la capacidad de proporcionar información sobre los riesgos y la incertidumbre, que pueden ser difíciles de observar directamente. De todo ello se deriva una serie de implicaciones.

En primer lugar, los indicadores monetarios pueden ser indicativos de variaciones (con frecuencia no observadas) en un conjunto amplio de precios de los activos. Normalmente, en el precio de los activos influye tanto el carácter como la magnitud de la incertidumbre presente en la economía. Por ejemplo, el precio de los valores de renta fija privada reflejará el riesgo de crédito del emisor y, por lo tanto, la incertidumbre respecto a los futuros beneficios y el flujo de caja de las empresas, un tipo de incertidumbre que podría ser imposible de observar directamente. Como también es probable que esa incertidumbre influya en los indicadores monetarios, éstos pueden constituir una buena aproximación para medir los diferenciales de renta fija privada<sup>3</sup>.

En segundo lugar, en este contexto es inevitable que —pese a los considerables esfuerzos realizados en la literatura económica— la modelización de la demanda de dinero, especialmente a los plazos más cortos, siga siendo imperfecta. En otras palabras, una parte de la evolución de la demanda de dinero, que refleja el comportamiento de variables no observables y, por lo tanto, inciertas desde la perspectiva del banco central, siempre será difícil de explicar o de contrastar en el ámbito de los modelos econométricos formales.

Sin embargo, la inevitable imperfección de cualquier enfoque que se adopte para modelizar la demanda de dinero no descalifica este tipo de análisis cuantitativos. Más bien implica que pueden existir diversas especificaciones —no necesariamente excluyentes entre sí— de la demanda de dinero. Dichas especificaciones abarcan desde modelos sencillos de demanda de dinero hasta modelos de equilibrio general dinámico y estocástico más complejos. Además, el análisis de la demanda de dinero ha de complementarse con otra información que no procede de modelos y que se analiza de forma discrecional. Este enfoque discrecional desempeña una importante función en el análisis de la evolución monetaria en horizontes de corto a medio plazo. Más concretamente, en la medida en que contribuye a explicar el componente «no explicado» de la evolución monetaria, el análisis discrecional constituye un marco para profundizar en el seguimiento y la evaluación, en tiempo real, de dicha evolución y, con el tiempo, mejorar el comportamiento de los modelos subyacentes<sup>4</sup>. Un ejemplo de la incorporación al análisis monetario de la información que no procede de modelos es la construcción de una serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios y fuera de ellos, que se han producido en los últimos años como consecuencia del aumento de la incertidumbre (véase recuadro 1). Desde diciembre del 2004, el BCE viene publicando regularmente esta serie en el Boletín Mensual.

2 Goodhart, C.A.E. (1989, p. 29) subraya que, en un entorno de incertidumbre, no es necesaria la existencia física de mercados ni de dinero. Véase Goodhart, C.A.E. (1989), «Money, Information and Uncertainty», segunda edición, MacMillan Ltd.

3 Véase Nelson, E. (2002), «The future of monetary aggregates in monetary policy analysis», CEPR Discussion Paper, n.º 3897.

4 Véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

En este contexto, el resto del artículo presenta algunos elementos del marco conceptual utilizado para realizar una evaluación cuantitativa del impacto de algunos tipos concretos de incertidumbre en la demanda de dinero, sin tratar, no obstante, de ofrecer una visión exhaustiva o plenamente integrada del

concepto de incertidumbre y de sus efectos sobre la evolución monetaria. Dentro de este marco, el artículo presenta varios ejemplos ilustrativos sencillos de cómo ha afectado la incertidumbre a la demanda de dinero, basándose para ello en los datos monetarios más recientes de la zona del euro.

### Recuadro I

#### EL IMPACTO SOBRE M3 DE LOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA PRODUCIDOS POR UNA MAYOR INCERTIDUMBRE

El período de mayor incertidumbre económica y financiera entre los años 2000 y 2003 se tradujo en una fuerte preferencia de los residentes en la zona del euro por activos seguros y líquidos. Como consecuencia, se produjeron desplazamientos de cartera extraordinarios hacia activos monetarios. Estos desplazamientos influyeron mucho en el crecimiento de M3, de un modo que no puede explicarse fácilmente con los determinantes convencionales de la demanda de dinero, como los precios, la renta y los tipos de interés. En este contexto, resultó esencial concebir una manera de corregir M3 por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, con el fin de evaluar las implicaciones de la evolución monetaria para la estabilidad de precios futura

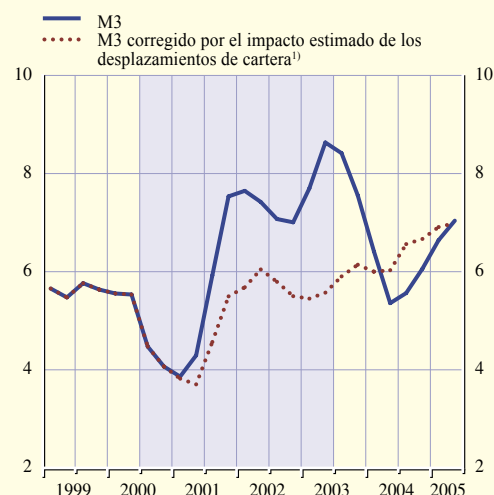
En anteriores Boletines Mensuales se han presentado una serie de métodos para estimar la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de ese agregado<sup>1</sup>. En concreto, en el modelo univariante de series temporales del nivel de M3 se introdujeron variables de regresión (ficticias y de tendencia) diseñadas a partir de un análisis exhaustivo de los datos disponibles (v.g., sobre los componentes y contrapartidas de M3 y procedentes de la presentación monetaria de la balanza de pagos y de las cuentas financieras), para obtener estimaciones cuantitativas de los ajustes necesarios a causa de los desplazamientos de cartera.

Los resultados de este ejercicio dieron lugar a la construcción de una serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera (véase gráfico). Naturalmente, los métodos de estimación que se utilizan para obtener esta serie incorporan, en cierta medida, algunos elementos de juicio, por lo que han de interpretarse con cautela. No obstante, el gráfico muestra que la magnitud de los ajustes realizados ha sido significativa.

1 Para más información, véanse el recuadro titulado «Enfoques para identificar y estimar los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado», en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2005, el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004, y el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2003.

#### M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

(tasas de crecimiento interanual en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

La diferencia entre la serie de M3 oficial y la serie de M3 corregida alcanzó máximos a finales del 2001 y principios del 2003, los dos períodos más asociados con un aumento de la incertidumbre a escala mundial. Estos ajustes proporcionan una cuantificación inicial del impacto de la incertidumbre sobre la demanda de dinero, lo que se desarrolla en más detalle en lo que resta de este artículo.

### 3 MARCO CONCEPTUAL

Cuantificar la demanda de dinero del sector privado es un elemento clave, aunque difícil, del análisis monetario. Los hogares y las empresas mantienen efectivo en su poder por muy diversos motivos. Tradicionalmente, en la literatura económica se mencionan tres: la necesidad de mantener dinero para financiar los gastos ordinarios (es decir, *la demanda de dinero por motivo de transacción*), la necesidad de tener liquidez para hacer frente a gastos imprevistos y cubrir el período que media entre los ingresos y los pagos no sincronizados (es decir, *la demanda de dinero por motivo de precaución*) y el deseo de mantener efectivo como un activo o como forma de ahorro (es decir, *la demanda de dinero por motivo de especulación*).

Por lo que respecta a la demanda de dinero por motivo de especulación, los enfoques tradicionales se centraban exclusivamente en la selección de una cartera con dos opciones, las tenencias de efectivo o de valores de renta fija, haciéndose hincapié en la preferencia por el efectivo para evitar pérdidas de capital en los valores si se esperaba una subida de los tipos de interés. Sin embargo, en los enfoques más modernos se considera que el dinero forma parte de un abanico de opciones más amplio, en el que la riqueza se distribuye entre una serie de activos (como la renta fija o la renta variable, o incluso la inversión residencial), en función de sus características de riesgo y rentabilidad.

Los diferentes motivos para mantener efectivo se reflejan en especificaciones empíricas convencionales de la demanda de dinero. Las ecuaciones de demanda de dinero explican las tenencias de efectivo a partir de un reducido número de variables macroeconómicas. La demanda de dinero por motivo de transacción se incorpora incluyendo medidas del gasto (con frecuencia aproximadas por la

renta nacional o el PIB como variables sustitutivas). En general, se considera asimismo que estas medidas del gasto recogen la demanda de dinero por motivo de precaución, ya que las tenencias de efectivo necesarias para hacer frente a una evolución incierta de los flujos de caja probablemente tengan relación con el volumen de las operaciones en curso. Por último, la demanda de dinero por motivo de especulación puede recogerse mediante la inclusión de variables del coste de oportunidad —normalmente, los tipos de interés—, que reflejan el rendimiento relativo del dinero y de otros activos financieros. Sin embargo, las especificaciones convencionales de la demanda de dinero no incorporan una medida explícita del riesgo o de la incertidumbre en la economía y, por consiguiente, no permiten abordar directamente las cuestiones que se plantean en el resto de este artículo.

Es evidente que para cuantificar con precisión el impacto de la incertidumbre sobre la demanda de dinero se requerirían medidas operativas fiables de la incertidumbre y una idea clara de cómo afecta la incertidumbre a los diferentes motivos por los que se mantiene efectivo. No obstante, por su propia naturaleza, la incertidumbre no es observable directamente y puede adoptar muchas formas y configuraciones a lo largo del tiempo. Por consiguiente, su medición y la cuantificación de su impacto es un tema permanente de debate económico. De hecho, existen diversos tipos de incertidumbre. En la literatura económica se distingue entre riesgo, una forma de incertidumbre en la que pueden asignarse probabilidades a los distintos resultados posibles, e incertidumbre de Knight, en la que se considera imposible la asignación de esas probabilidades<sup>5</sup>. Además, la incertidumbre afecta a todas las variables económicas; en el contexto de la demanda de

5 Véase Knight, F. H. (1921), «Risk, Uncertainty, and Profit», Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin Company.



dinero, resulta particularmente importante la incertidumbre respecto a la inflación futura, los tipos de interés futuros y los rendimientos futuros de los activos financieros de riesgo. Asimismo, la forma en que la incertidumbre puede influir en la demanda de dinero depende de la gama de instrumentos financieros de que disponen los tenedores de efectivo y del impacto de la incertidumbre en las contrapartes económicas (entidades de crédito, inversores extranjeros) con los que operan dichos tenedores.

En este contexto es importante tener presente que los desplazamientos de activos financieros dentro del sector tenedor de dinero se compensan entre sí y, por lo tanto, no tienen un impacto global en la demanda de dinero agregada. Por ejemplo, la venta de valores de renta variable de un hogar a otro simplemente desplazaría los depósitos bancarios utilizados para efectuar el pago correspondiente de la cuenta bancaria de uno de los hogares a la del otro, sin que ello influyera en el agregado M3. Por consiguiente, los desplazamientos de cartera en respuesta a un aumento de la incertidumbre que afecten al comportamiento de M3 han de reflejar las transacciones entre el sector tenedor de dinero (integrado, en su mayoría, por empresas y hogares de la zona del euro) y el sector que no es tenedor de dinero (compuesto, básicamente, por IFM residentes y no residentes). En este contexto, al analizar el impacto de la incertidumbre sobre la demanda de dinero, reviste particular importancia evaluar el efecto diferenciado de las perturbaciones sobre cada uno de esos dos sectores, ya que, en gran medida, son los flujos que se mueven entre dichos sectores los que determinarán y reflejarán la evolución de la demanda de dinero.

Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, es probable que la relación entre diversos tipos de incertidumbre y la demanda de dinero sea compleja y que varíe con el tiempo y en función de las situaciones. Ciertamente, cabría esperar que la respuesta de la demanda de dinero a la incertidumbre dependa de la naturaleza de ésta.

Desde el punto de vista conceptual, el motivo de *transacción* refleja la necesidad de mantener efectivo para cubrir la brecha entre los ingresos y los pagos ordinarios por rentas. Lo más importante es

que las entradas y las salidas de efectivo no están perfectamente sincronizadas, ni siquiera aunque se conozcan con plena certeza. Así pues, se crea una demanda de dinero para cerrar el desfase que se produce entre el momento de la percepción del ingreso y el momento del pago de las facturas. En la medida en que este motivo pueda deslindarse del motivo de precaución, el impacto de un aumento de la incertidumbre económica sobre la demanda de dinero para transacciones debería ser insignificante.

Por el contrario, es de prever que un aumento de los niveles de incertidumbre económica se traduzca en un incremento de las tenencias de efectivo *por motivos de precaución*, al prepararse los tenedores de dinero para hacer frente a la posibilidad de que se produzca un crecimiento imprevisto de los gastos o una reducción del nivel de renta como consecuencia del mayor grado de incertidumbre. En algunos estudios empíricos se ha tratado de aproximar el motivo de precaución introduciendo como variable la tasa de paro<sup>6</sup>. Esta variable tiene por objeto recoger la tendencia a atesorar dinero cuando las perspectivas del mercado de trabajo son poco halagüeñas, los flujos de renta están rodeados por una mayor incertidumbre y los trabajadores pueden mantener ahorros más líquidos en forma de efectivo, como reserva para hacer frente a sus gastos en caso de despido.

A nivel microeconómico, la acumulación de liquidez como respuesta al aumento de la incertidumbre se capta de forma más explícita mediante la teoría de la demanda de dinero conocida como «reserva de valor». Básicamente, esta teoría sugiere que los agentes económicos reaccionan frente a cambios imprevistos en sus flujos de caja incrementando sus tenencias de efectivo, que pueden servirles como reserva para suavizar el patrón irregular y cierto de los ingresos y los pagos. Dado que los tenedores de dinero necesitan habitualmente cierto tiempo e información adicional para convencerse de que el flujo de sus ingresos y sus pagos se ha normalizado tras la perturbación, la vuelta a patrones normales

6 Véase, por ejemplo, Fase, M.M.G. (1998), «On money and credit in Europe: The selected essays of Martin M.G. Fase», Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido/Northampton, MA, EE.UU.

de comportamiento suele ser, en general, gradual. Además, como el ajuste de las carteras entraña casi siempre costes de transacción, es de esperar que los agentes retrasen este ajuste hasta que la confianza se haya recuperado notablemente. Así pues, la demanda de dinero tenderá a dispararse como respuesta a las perturbaciones, mientras que la vuelta a niveles más normales se producirá más lentamente.

Como ya se mencionó, la demanda de dinero *por motivo de especulación*, o de forma más general, el enfoque de cartera de la demanda de dinero, se ocupa principalmente de la opción entre mantener efectivo u otro tipo de activos. La decisión se basa en una evaluación de las consecuencias para las características de liquidez, de rentabilidad y de riesgo de la cartera. Por consiguiente, dado un patrón de rendimiento esperado para un conjunto de activos, el aumento de la incertidumbre con respecto al rendimiento de uno de ellos probablemente provocará la sustitución de las tenencias de dicho activo por cualquier otro. En la medida en que el dinero es uno de los instrumentos que integran este conjunto, las variaciones en la incertidumbre con respecto al rendimiento de los activos afectarán a la demanda de dinero. Es probable que este tipo de consideraciones revistan especial importancia para medidas del dinero más amplias —como el agregado M3 de la zona del euro—, que incluyen instrumentos como depósitos de ahorro a corto plazo, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, que se utilizan normalmente como forma de ahorro más que para realizar transacciones.

Basándose en supuestos relativamente plausibles, la literatura económica ha demostrado que un aumento de la incertidumbre afecta a la distribución de la cartera entre activos de riesgo y activos seguros y, por consiguiente, a la demanda de dinero dentro de la cartera total (es decir, una «búsqueda de activos más seguros» o una mayor preferencia por la liquidez)<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, hay que tener en cuenta los problemas de información y las consideraciones respecto a los costes de sustitución. Por ejemplo, las asimetrías en la información que reciben los diversos participantes en el mercado hacen que resulte difícil evaluar si el perfil de riesgo/rentabilidad de un activo refleja adecuadamente

los cambios en las variables fundamentales o si los cambios son de carácter más transitorio.

La modelización empírica de la demanda de dinero por motivos de especulación requiere la inclusión de un conjunto más amplio de medidas de la rentabilidad y del riesgo en las ecuaciones de demanda de dinero. Como la gama de instrumentos financieros disponibles ha aumentado con el tiempo, las carteras se distribuyen entre una amplia variedad de activos (como valores de renta fija, valores de renta variable o incluso la inversión residencial). Por consiguiente, en varios estudios se ha tratado de introducir no sólo tipos de interés a corto y a largo plazo, sino también ratios precio/beneficios o alguna medida de las variaciones del índice bursátil (es decir, variables que pretenden reflejar el rendimiento esperado del capital)<sup>8</sup>. Otros estudios han abordado el tema de las variaciones en la aversión al riesgo haciendo referencia a la correlación condicional entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y los índices bursátiles<sup>9</sup>. En el contexto de creciente globalización de los mercados financieros, hay que tener en cuenta también la información sobre el rendimiento y el riesgo de los activos extranjeros al estudiar la demanda de dinero por motivos de especulación o de cartera. Por lo tanto, otras especificaciones incorporan los tipos de interés extranjeros o los tipos de cambio como determinantes adicionales del comportamiento de la demanda de dinero. No obstante, debido a los movimientos coincidentes, a veces de notable intensidad, de diversas tasas de rendimiento en los mercados financieros, no siempre es fácil identificar sus efectos individuales sobre la demanda de dinero.

7 Más concretamente, ha de suponerse un comportamiento de aversión al riesgo. Véanse, por ejemplo, Tobin, J. (1958), «Liquidity preference as behaviour towards risk», *Review of Economic Studies*, vol. 25, pp. 65-86, y Friedman, M. (1959), «The demand for money: Some theoretical and empirical results», *Journal of Political Economy*, vol. 67, pp. 327-351. Cabe señalar, no obstante, que en general no existe ninguna relación automática entre la búsqueda de activos más seguros y la evolución de los activos monetarios, ya que esta búsqueda de activos más seguros podría suponer simplemente una sustitución de valores de renta variable por otros de renta fija.

8 Véase una panorámica más detallada del análisis monetario del BCE en Issing, O. (2001), «The importance of monetary analysis», en BCE (ed.), *Monetary Analysis – Tools and Applications*, p. 6.

9 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2004.

Estas consideraciones han dado lugar a la formulación de funciones de demanda de dinero más elaboradas, que tratan de reflejar las complejas interdependencias que influyen en el comportamiento del sector privado al tomar decisiones de cartera. Entre los posibles enfoques, los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico han alcanzado cierta prominencia. Si bien tienen la posibilidad de incorporar consideraciones más complejas respecto a la selección de la cartera, también adolecen de varias limitaciones, como problemas relacionados con los datos y las estimaciones (véase recuadro 2).

## Recuadro 2

### LA UTILIZACIÓN DE MODELOS DE EQUILIBRIO GENERAL DINÁMICO Y ESTOCÁSTICO PARA ENTENDER LA RESPUESTA DEL DINERO ANTE PERTURBACIONES ECONÓMICAS

Como se describe en el texto principal, los hogares mantienen habitualmente, como forma de ahorro, los activos mejor remunerados y a plazos más largos incluidos en un agregado monetario amplio, como el agregado de la zona del euro denominado M3. Naturalmente, la evolución de esas tenencias se entiende en el contexto de las decisiones de cartera de los hogares, mediante las que la riqueza de las familias se distribuye entre activos que compiten entre sí, según su perfil de riesgo o de rentabilidad. En estas circunstancias, podría preguntarse si el análisis de la evolución monetaria requiere una estructura de modelización más rica que una ecuación de demanda de dinero convencional, donde los determinantes de decisiones de cartera tan complejas sólo se tienen en cuenta de forma resumida y simplificada.

Los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico representan un marco de modelización potencialmente más rico en el que abordar estas cuestiones. Estos modelos son cada vez más populares en la literatura económica y se están empezando a utilizar en el análisis de la política monetaria. Son dos las características que los definen. En primer lugar, sus fundamentos son microeconómicos, lo que significa que el comportamiento económico que se incorpora al modelo puede identificarse hasta llegar a las soluciones para los problemas de optimización con restricciones que pretenden representar, aunque de forma estilizada, la manera en que los hogares y las empresas determinan sus decisiones de consumo, producción e inversión a lo largo del tiempo, ante una situación inevitable de incertidumbre con respecto al futuro. En segundo lugar, estos modelos recogen de modo exhaustivo todas las interacciones entre los hogares, las empresas y otros agentes que participan en el sistema económico definido por el modelo. Ello quiere decir que se incluyen todos los efectos que una decisión económica produce en otras decisiones dentro del marco del modelo, que no se tendrían en cuenta si cada decisión se tratara por separado. Esta segunda característica resulta especialmente importante cuando se consideran las decisiones de cartera. Por ejemplo, si los hogares fueran a desplazar sus tenencias de la renta variable al dinero, algún otro sector tendría que estar dispuesto, por necesidad, a desplazar sus tenencias en la dirección contraria, de manera que, en última instancia, todos los activos se mantengan en un equilibrio general.

Los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico cuentan con importantes ventajas respecto a estrategias de modelización alternativas. En primer lugar, el resultado del modelo puede ser explicado, en principio, en términos de comportamiento económico, al menos en tanto en cuanto esta variable se incorpora mediante la definición de los problemas de optimización con restricciones a los que han de hacer frente las empresas y los hogares. Esto facilita la utilización del modelo para explicar por qué los datos han evolucionado de una determinada manera, lo que constituye una característica atractiva de un modelo empleado en un contexto de política monetaria. En segundo lugar, estos modelos permiten la identificación de perturbaciones económicas subyacentes —aquellos sucesos determinados fuera del modelo y que se considera que no dependen de las decisiones de las empresas ni de los hogares— que influyen en las decisiones de consumo, producción e inversión. En principio, en un modelo lo bastante

rico esta última característica permitiría que el comportamiento reciente del agregado M3 de la zona del euro pudiera descomponerse en distintas trayectorias asociadas a una diversidad de perturbaciones subyacentes. Más concretamente, en un modelo que permitiera identificar una perturbación de la incertidumbre total a la que se enfrentan los tenedores de dinero y/o de su nivel de aversión al riesgo, se podría evaluar la proporción del intenso crecimiento experimentado por M3 entre los años 2000 y 2003 causada por los canales que relacionan la demanda de dinero y la incertidumbre que se comentan en el texto principal, al menos siempre que el modelo los tenga en cuenta de forma adecuada.

Ciertamente, estas ventajas no están exentas de costes. El enfoque de estos modelos también tiene sus desventajas. En primer lugar, la rica estructura teórica de los modelos impone un gran número de restricciones sobre los datos, no siendo todas ellas empíricamente válidas. Esto sugiere que es preciso ser cautos al utilizar los modelos para efectuar análisis cuantitativos en un contexto de política monetaria. En segundo lugar, la interpretación de las perturbaciones que sugieren estos modelos depende mucho de su estructura y del supuesto efectuado a priori sobre la naturaleza de las perturbaciones. En tercer lugar, para facilitar su aplicación, los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico han continuado siendo hasta ahora relativamente sencillos. La complejidad de la estructura microeconómica que subyace a estos modelos hace que resulte más difícil desarrollar modelos más amplios que en marcos alternativos, por ejemplo, con una desagregación sectorial detallada. Por este motivo, la mayoría de los modelos de este tipo existentes en la literatura económica siguen sin incorporar el papel de los flujos monetarios y financieros en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La ausencia del dinero en el modelo imposibilita el análisis de la evolución de M3 propuesta en el párrafo anterior.

Una excepción a este respecto es el modelo de Christiano, Motto y Rostagno (2003)<sup>1</sup>. Este modelo incorpora un sector monetario y financiero relativamente bien desarrollado en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico bastante convencional de la economía real. En este modelo, el dinero desempeña, principalmente, dos papeles. En primer lugar, facilita las transacciones en el modelo, lo que genera una demanda de saldos en efectivo. En segundo lugar, los hogares toman decisiones de cartera que suponen la distribución de la riqueza entre instrumentos a distintos plazos (dentro y fuera de M3). En este contexto, las perturbaciones adversas que sufren los mercados financieros —como las causadas por un aumento de la incertidumbre relativa a la rentabilidad futura de la inversión— pueden inducir a los hogares a desplazar su cartera desde activos con riesgo a activos monetarios más seguros y líquidos. En otras palabras, el modelo trata de incorporar, de forma estilizada, la intuición que subyace a las relaciones entre demanda de dinero e incertidumbre que se ha descrito en el texto principal.

En resumen, en este momento los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico con un mecanismo monetario y financiero constituyen una herramienta prometedora y potencialmente poderosa para respaldar el análisis monetario. Sin embargo, su uso práctico para abordar las cuestiones relevantes para la política monetaria sigue en sus inicios. Además, dadas las desventajas identificadas anteriormente, es probable que, en el futuro próximo, estos modelos sigan siendo el complemento de otras herramientas para el análisis monetario —como las ecuaciones de demanda de dinero más convencionales descritas en el recuadro 3 de este artículo— en lugar de sus sustitutos. No obstante, estos modelos que incorporan mecanismos monetarios y financieros han de seguir desarrollándose, y en ello están trabajando los economistas del BCE.

1 Para más información, véase Christiano, L., Motto, R. y Rostagno, M. (2003), «The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n.º 6, pp. 1119-1197. El modelo de equilibrio general dinámico y estocástico se utiliza para analizar la dinámica financiera de la Gran Depresión de los años treinta en Estados Unidos. Para otros ejemplos de este tipo de modelos que atribuyen un papel al dinero, véase Andrés, J., López-Salido, J. D. y Nelson, E. (2004), «Money and the Natural Rate of Interest: Structural Estimates for the UK, the US and the Euro Area», CEPR Discussion Paper n.º 4337.

En vista de todo lo anterior, la respuesta de las tenencias de efectivo ante la evolución del mercado de valores permite ilustrar la complejidad de las relaciones entre el comportamiento de los agentes al tomar decisiones de cartera, la evolución del precio de las acciones, la incertidumbre de los precios y las tenencias de efectivo. Si bien existen, en general, muchos otros canales indirectos que vinculan los tipos de interés, la liquidez y el precio de las acciones, en este caso la atención se centra en los vínculos directos entre el precio de las acciones y las tenencias de efectivo, entre los que pueden identificarse cinco canales muy diferenciados<sup>10</sup>. El impacto total de la evolución del precio de las acciones, la incertidumbre de los precios y la aversión al riesgo depende de la importancia empírica de estos canales en situaciones concretas<sup>11</sup>.

En primer lugar, un aumento del precio de las acciones se traduce en un incremento de la riqueza nominal, lo que, para un porcentaje dado de efectivo en la cartera total, supone un aumento de las tenencias de efectivo en relación con la renta. En segundo lugar, refleja un incremento de la rentabilidad esperada de los activos de riesgo en relación con los activos seguros. Suponiendo que la aversión al riesgo no varíe, la cartera total de activos, excluidos los valores de renta variable, podría, por lo tanto, reequilibrarse hacia activos líquidos y seguros para evitar que se modifique el perfil de riesgo/rendimiento (por ejemplo, sustituyendo valores de renta fija por activos monetarios). En tercer lugar, el aumento del precio de las acciones puede entrañar una mayor necesidad de recursos para realizar operaciones financieras, lo que elevaría el nivel deseado de tenencias de efectivo. En cuarto lugar, este aumento puede tener efectos en la situación patrimonial al incrementar el valor de las garantías disponibles para los prestatarios y, por lo tanto, dando lugar a una expansión más rápida del crédito y, en última instancia, a un crecimiento más rápido del agregado monetario amplio.

Si bien los cuatro canales descritos anteriormente parecen indicar la existencia de una relación positiva entre la evolución del precio de las acciones y las tenencias de efectivo, el efecto sustitución —es decir, el deseo de modificar la composición de la

riqueza sustituyendo activos monetarios por valores de renta variable cuando los precios están subiendo y realizando el proceso inverso en momentos de incertidumbre— sugiere una relación negativa entre ambas variables. La magnitud y la dirección del impacto total de la evolución y de la incertidumbre del precio de los activos sobre la demanda de dinero dependen de la magnitud relativa de los cuatro primeros canales en relación con el quinto y, por lo tanto, siguen siendo una cuestión empírica.

#### 4 ALGUNOS INDICADORES DEL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA DEMANDA DE DINERO

En esta sección se presenta evidencia que corrobora la opinión de que el aumento de la demanda de dinero observado en la zona del euro entre los años 2000 y 2003 se debió, en gran medida, a la respuesta del sector tenedor de dinero ante la incertidumbre asociada a varias perturbaciones de alcance mundial.

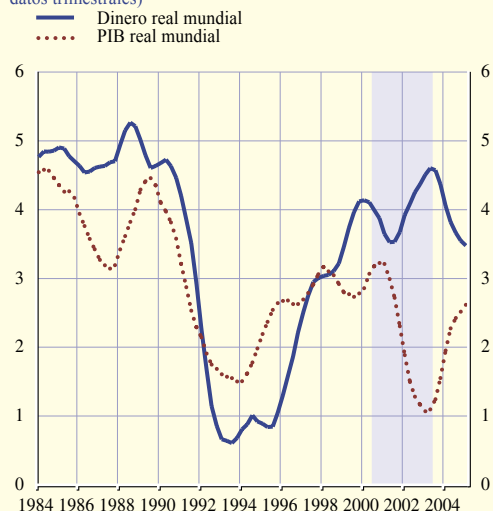
En un horizonte de medio a largo plazo, la demanda de dinero por motivo de transacción debería ser el elemento dominante en la demanda de dinero total. Ese dominio daría lugar a una relación entre la evolución del producto y de las tenencias de efectivo en términos reales. Esta relación es evidente a escala internacional, ya que el crecimiento del dinero mundial y el crecimiento del producto mundial han seguido una trayectoria, en general, paralela (gráfico 2). Sin embargo, entre el año 2000 y el 2003, un período caracterizado por una mayor incertidumbre provocada por las perturbaciones económicas mundiales, se invirtió la relación habitual, ya que la relación entre el crecimiento del producto mundial y el crecimiento del agregado monetario amplio mundial se tornó ne-

10 Naturalmente, otra razón podría ser que ambas variables reaccionan en la misma dirección cuando en la economía se producen perturbaciones cíclicas o que afectan a la política monetaria, lo que podría describirse como un canal indirecto.

11 Para una descripción detallada de estos canales véase, por ejemplo, Friedman, M. (1988), «Money and the stock market», *The Journal of Political Economy*, vol. 96, n.º 2, pp. 221-245, pero también Baks, K. y Kramer, C. (1999), «Global liquidity and asset prices: measurements, implications and spillovers», documento de trabajo del FMI n.º 99/168, Washington.

**Gráfico 2 Crecimiento del dinero real mundial y crecimiento del PIB real mundial**

(media móvil de dos años de las tasas de variación interanuales; datos trimestrales)

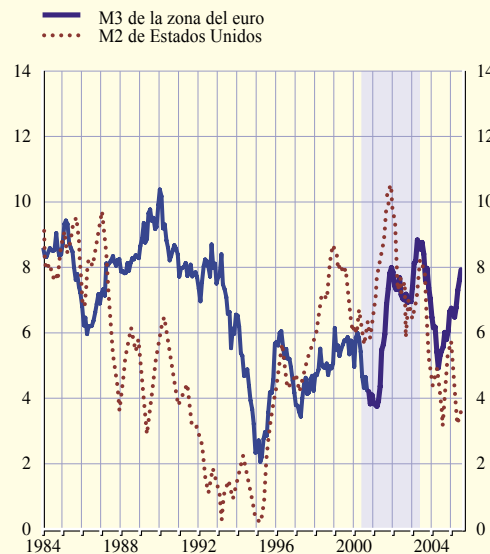


Fuentes: BCE, BPL, EUROSTAT, OCDE.

Nota: El crecimiento del PIB real mundial es la media ponderada de las tasas de crecimiento del PIB real de la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Canadá, construida utilizando las ponderaciones del PIB. El dinero real mundial es el dinero nominal mundial, que se calcula como la suma de los agregados monetarios amplios, denominados en euros, de los países utilizados para determinar el crecimiento del PIB real mundial convertido a euros, aplicando los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo, deflactados por el deflactor del PIB de la zona del euro.

**Gráfico 3 Crecimiento de los agregados monetarios amplios de la zona del euro y Estados Unidos**

(tasas de crecimiento interanual en porcentaje)



Fuentes: BPI y BCE.

gativa (véase la zona sombreada del gráfico 2). Dado el carácter internacional de las perturbaciones observadas entre los años 2000 y 2003, cabría esperar que su impacto sobre la demanda de dinero hubiese sido de alcance mundial. En el gráfico 2 se observa que, efectivamente, eso fue lo que ocurrió.

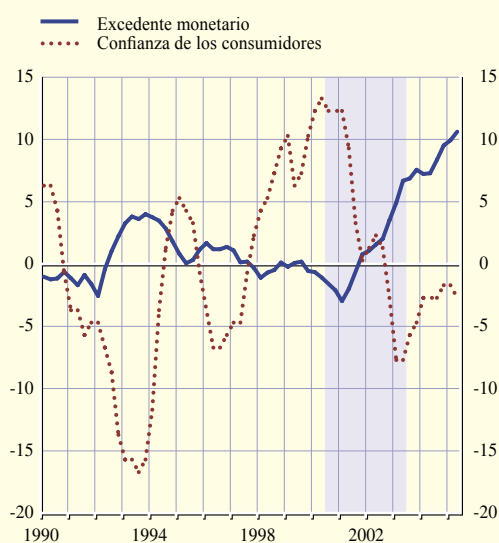
Esta evidencia respalda el argumento de que, a escala mundial, los motivos de precaución y especulación influyeron significativamente en la demanda total de dinero durante ese período. El hecho de que las perturbaciones mundiales comunes pudieran haber influido en la demanda de dinero en varias regiones puede ilustrarse aún más por la estrecha correlación de los agregados monetarios amplios de la zona del euro y de Estados Unidos durante el período antes mencionado (véase gráfico 3). No obstante, hay que tener presente que en la evolución monetaria influyen también factores específicos de cada región (por ejemplo, las perturbaciones asimétricas); por consiguiente, es inevitable

que la evidencia que se presenta en el gráfico sea más bien simple.

Considerando más específicamente la zona del euro, el deseo de protegerse frente a los distintos tipos de incertidumbre mundial y sus consecuencias dio lugar a un aumento de las tenencias de efectivo por motivo de precaución por encima del nivel que sugieren los modelos convencionales de demanda de dinero. Para corroborar esta opinión, se puede demostrar que las medidas que contienen información sobre la incertidumbre (por ejemplo, indicadores de confianza de los consumidores o variaciones de la tasa de paro, que podrían reflejar incertidumbre respecto a los ingresos futuros) están relacionadas con los residuos de las ecuaciones convencionales de la demanda de dinero (es decir, el componente de las tenencias de efectivo observadas que no explica el modelo de demanda de dinero). Así pues, la incertidumbre aparentemente contribuye a explicar por qué las tenencias de efectivo se desviaron del nivel que se habría

**Gráfico 4 Excedente monetario y confianza de los consumidores**

(desviaciones del equilibrio a largo plazo en porcentaje; saldos netos corregidos de medias)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

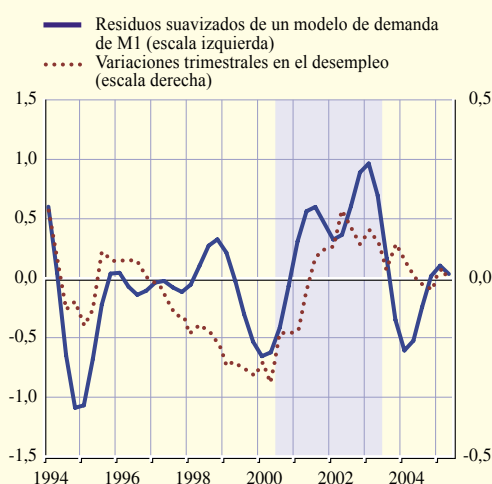
Nota: El excedente monetario se construye utilizando el enfoque analizado en el recuadro 3 del Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004, titulado «Análisis monetario en tiempo real». El modelo empleado para calcular el excedente monetario es el de Calza, A., Gerdesmeier, D. y Levy, J. (2001), «Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately», documento de trabajo del FMI n.º 01/179.

previsto en función de los determinantes convencionales de la demanda de dinero.

Una medida de las desviaciones de las tenencias de efectivo con respecto a la demanda de dinero a largo plazo en equilibrio es el excedente monetario, que se define como la diferencia entre el nivel observado de M3 real y el nivel de «equilibrio» o nivel «deseado» de M3 real dado por la relación a largo plazo de un modelo de demanda de dinero<sup>12</sup>. El gráfico 4 demuestra la relación negativa entre la confianza de los consumidores y el excedente monetario a partir del modelo de demanda de dinero de Calza, Gerdesmeier y Levy (2001)<sup>13</sup>, que se aprecia especialmente en el período comprendido entre mediados del año 2000 y mediados del 2003 (la zona sombreada del gráfico). Así pues, el gráfico corrobora la opinión de que la incertidumbre económica influye considerablemente en la demanda de dinero. En el gráfico se observa también que el efecto sobre el dinero parece ser espe-

**Gráfico 5 Residuos suavizados de un modelo de demanda de dinero y variaciones en el desempleo**

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Para el modelo de demanda de dinero, véase Stracca, L. (2001), «The functional form of the demand for euro area M1», ECB Working Paper n.º 51. Para suavizar los residuos se ha elegido un filtro pasabanda que excluye todos los ciclos con una frecuencia superior a 1,5 años, como se describe en Christiano, L. J. y Fitzgerald, T. J. (2003), «The Band Pass Filter», *International Economic Review*, 44 (2), pp. 435-465. El modelo utilizado para calcular el excedente monetario es el de Calza, A., Gerdesmeier, D. y Levy, J. (2001), «Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately», documento de trabajo del FMI n.º 01/179.

cialmente pronunciado cuando la incertidumbre se ha ido intensificando notablemente durante un período prolongado.

Si se comparan las variaciones de la tasa de desempleo con los residuos suavizados de un modelo de demanda de dinero de M1 los resultados son similares (véase gráfico 5)<sup>14</sup>. La elección de M1 resulta particularmente apropiada a estos efectos, ya que es el agregado que mejor refleja la demanda de dinero por motivo de transacción y, por lo tanto, a primera vista, debería ser una medida relativamente resistente al impacto de la incerti-

12 Véase Masuch, K., Pill, H. y Willeke, C. (2001), «Framework and tools for monetary analysis» en BCE (ed.), *Monetary Analysis – Tools and Applications*, pp. 117-144.

13 Para una descripción más detallada de la metodología utilizada, véase Calza, A., Gerdesmeier, D. y Levy, J. (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», documento de trabajo del FMI, n.º 01/179.

14 Véase Stracca, L. (2001), «The functional form of the demand for euro area M1», documento de trabajo del BCE n.º 51.

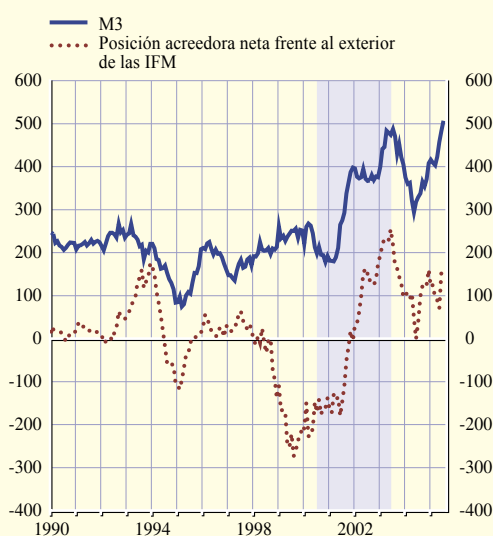
dumbre. La relación positiva entre los residuos de M1 y la tasa de desempleo sugiere que, en periodos de elevada incertidumbre (por ejemplo, entre mediados del año 2000 y mediados del 2003), la demanda de dinero por motivo de precaución también afecta a una medida del dinero más orientada a las transacciones. De hecho, las notables perturbaciones al alza observadas en el modelo de demanda de M1 coinciden con episodios de incertidumbre económica, como lo recogen las pronunciadas variaciones positivas de la tasa de desempleo.

Pasando a la evidencia más estrechamente relacionada con la demanda de dinero por motivo de especulación, un elemento significativo de la evaluación detallada de la relación entre la incertidumbre y la evolución monetaria es el análisis de las contrapartidas y los componentes de M3. Dicho análisis suele aportar otros detalles que ayudan a explicar el crecimiento del agregado M3 y facilitan la detección de los factores determinantes subyacentes. Concretamente, en momentos de mayor incertidumbre mundial, reviste particular interés el análisis de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM y el vigor de la demanda del componente de M3 correspondiente a participaciones en fondos del mercado monetario. En esos periodos, cabría esperar que la conversión de los flujos de cartera en activos monetarios constituya una causa importante de aumento de la demanda de dinero, a diferencia de la creación de dinero a través de la expansión del crédito, que sería la principal fuente de crecimiento monetario en circunstancias más normales.

Como reacción frente al aumento de la incertidumbre mundial, podría esperarse un aumento del «sesgo a favor de los activos nacionales» en las decisiones de inversión. A ese respecto, las variaciones de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro, que representan los flujos netos de capital de los sectores tenedores de efectivo de la zona, canalizándose los no residentes a través de las IFM, deberían ser particularmente acusadas. Como los inversores buscan activos más líquidos y seguros en los periodos de mayor incertidumbre, podrían repatriar fondos invertidos anteriormente en el exterior vendiendo las correspon-

Gráfico 6 M3 y activos exteriores netos de las IFM

(flujos anuales; mm de euros)



Fuentes: BCE.

Nota: Hasta septiembre de 1997, los flujos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se calculaban como diferencia en los saldos vivos.

dientes tenencias de valores extranjeros a no residentes. En la medida en que los no residentes compren estos valores utilizando depósitos constituidos en IFM de la zona del euro, se reducirán los pasivos exteriores de las IFM y aumentarán los activos exteriores netos de este sector, lo que estimulará el crecimiento de M3. Ésta es la contrapartida de la acumulación de depósitos por residentes en la zona del euro al recibir el pago correspondiente a la venta de los valores extranjeros.

En el gráfico 6 se demuestra la relación entre las variaciones en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro y M3 entre mediados del año 2000 y mediados del 2003, y se confirma la existencia de importantes desplazamientos de cartera a favor de las tenencias de efectivo, debido, en gran medida, a las entradas de inversiones de cartera procedentes del exterior. No obstante, hay que reconocer que, al menos hasta cierto punto, estos flujos estaban relacionados con las cuantiosas salidas de capital del sector tenedores de dinero de la zona del euro registradas anteriormente, como consecuencia de la fuerte oleada de



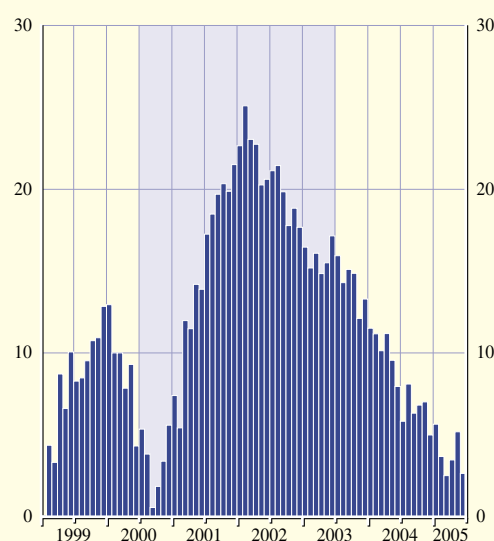
fusiones y adquisiciones internacionales asociadas al auge de la «nueva economía» en Estados Unidos en los últimos años del siglo XX. Con todo, las consideraciones por motivos de cartera, especialmente, la repatriación de capital invertido previamente en el exterior, han tenido, en general, un efecto considerable en la evolución monetaria en períodos anteriores de elevada incertidumbre a escala mundial.

Una forma similar de análisis puede aplicarse a los componentes de M3. Dos son las razones por las que el análisis de las participaciones en fondos del mercado monetario puede reflejar la demanda de dinero por motivo de especulación. En primer lugar, en períodos de acusada incertidumbre, los inversores pueden colocar recursos en ese tipo de participaciones debido en parte a que, en esos momentos, el atractivo de estos fondos puede ser grande, dado lo limitado de su estructura de clases de activos, que se circunscribe, en gran medida, a instrumentos de renta fija de corto plazo muy líquidos. En segundo lugar, una elevada proporción de las acciones que los hogares mantienen en su cartera corresponden a fondos de renta variable. El hecho de que los costes de sustitución de estos fondos por fondos del mercado monetario sean relativamente limitados, la remuneración próxima a los tipos de interés de mercado y la gran liquidez de los fondos del mercado monetario permite pasar de los fondos de renta variable a los del mercado monetario en períodos de incertidumbre, así como desandar el camino con relativa rapidez cuando aumenta la confianza. Así pues, no es sorprendente que, en general, durante el período de aumento de la incertidumbre provocado por las perturbaciones mundiales entre los años 2000 y 2003, la contribución del crecimiento de los fondos del mercado monetario al crecimiento total de M3 haya sido considerable (véase gráfico 7). Dicha contribución se redujo en períodos posteriores, cuando la incertidumbre mundial y en los mercados financieros se normalizó en gran medida.

Una forma de obtener medidas empíricas de la incertidumbre que afecta a las decisiones de cartera del sector tenedor de dinero de la zona del euro es construir medidas de la volatilidad, es decir, medidas asociadas con variaciones en los momentos de segundo orden de los precios (v.g., varianzas y covarianzas). Una de esas medidas es la volatilidad

**Gráfico 7 Contribución de la participación en fondos del mercado monetario al crecimiento interanual de M3**

(en porcentaje)



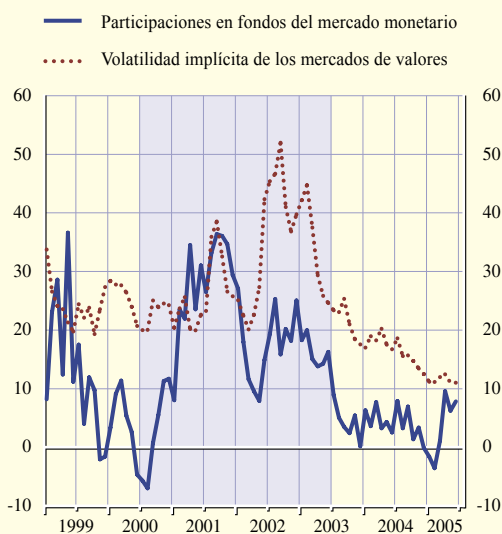
Fuente: BCE.

implícita de los índices bursátiles que se obtiene de los precios de las opciones en el índice. Un valor elevado indicaría una menor capacidad para predecir la futura evolución del precio de los activos, lo que posiblemente induciría a los inversores a adoptar medidas para reducir su exposición a estos riesgos y, por lo tanto, un desplazamiento hacia activos monetarios menos rentables pero más seguros y más líquidos. Como se indica en el gráfico 8, los aumentos de la volatilidad implícita del índice Dow Jones EURO STOXX 50 —especialmente, a finales del 2001 y del 2002— parecen haber dado lugar a un incremento de las entradas de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario, dado que los inversores buscaban un refugio seguro para protegerse de la incertidumbre financiera imperante en esos momentos.

Sin embargo, la demanda de dinero no parece reaccionar de forma inmediata cuando disminuyen las medidas de la volatilidad implícita. Este comportamiento asimétrico concuerda con la teoría. Según la teoría de la demanda de dinero como reserva de valor, cuando se producen costes de ajuste quizá no sea la mejor opción que los agentes económicos

**Gráfico 8 Crecimiento a corto plazo de las participaciones en fondos del mercado monetario y volatilidad implícita de los mercados de valores**

(tasa de crecimiento anualizada de tres meses en porcentaje; en porcentaje)

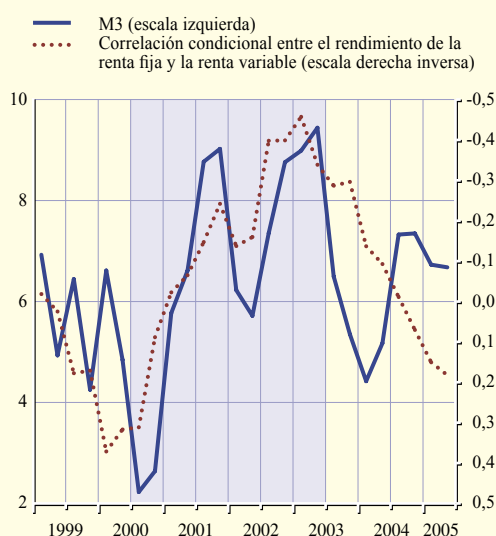


Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: La serie de volatilidad implícita representa la volatilidad implícita del contrato de futuros genérico con vencimiento más próximo, según la definición de Bloomberg. El índice bursátil al que se refiere la volatilidad implícita es el Dow Jones EURO STOXX 50.

**Gráfico 9 Crecimiento de M3 y una medida de la aversión al riesgo**

(tasa de crecimiento intertrimestral anualizada en porcentaje; correlación condicional)



Fuentes: Global Financial Database, BCE y cálculos del BCE.

Nota: La correlación condicional entre los rendimientos de la renta fija y la renta variable se ha estimado utilizando un modelo GARCH multivariante. Véase Engle, R. F. y Kroner, K. K. (1995), «Multivariate Simultaneous Generalized ARCH», *Econometric Theory*, volumen 11, n.º 1, pp. 122-150.

vuelvan a situar sus tenencias de efectivo en los niveles deseados inmediatamente después de una perturbación. Por lo tanto, puede suponerse que las reacciones frente a las perturbaciones pueden ser asimétricas, es decir, una reacción inmediata ante un aumento de la incertidumbre, pero un proceso de corrección relativamente lento. Por consiguiente, las medidas del riesgo que tienen por objeto reflejar el impacto de la incertidumbre en la demanda de dinero deben tener en cuenta los efectos de una aversión al riesgo por parte de los inversores que varía con el tiempo y que, probablemente, aumentará en vista de las cuantiosas pérdidas sufridas durante el periodo comprendido entre mediados del 2000 y mediados del 2003 (véase, en el recuadro 3, un estudio del impacto del rendimiento de los valores de renta variable y de las medidas del riesgo).

Una posible medida de la aversión al riesgo que tiene en cuenta estas regularidades empíricas es la correlación condicional entre el rendimiento de las acciones y el de la deuda pública a largo pla-

zo<sup>15</sup>. Dicha medida debería ser una aproximación razonable a la aversión al riesgo porque los mercados de deuda pública son menos sensibles a los cambios de actitud de los inversores ante el riesgo que los mercados de valores. En periodos de mayor aversión, los precios de ambas clases de activos deberían moverse en sentido contrario, es decir, deberían mostrar una correlación negativa o los inversores tendrían que abandonar el mercado bursátil y comprar valores de renta fija. En cambio, en periodos de normalidad, la asignación normal de los activos indicaría una correlación positiva entre los rendimientos de ambas clases de valores, ya que unos tipos de interés reducidos apoyarían los precios de las acciones.

El gráfico 9 muestra la correlación negativa entre los flujos de M3 y el índice de aversión al

15 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios» en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2004.

## Recuadro 3

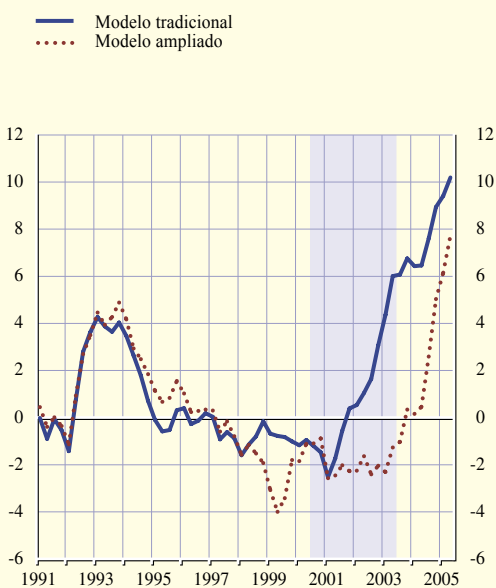
**EJEMPLO DE CÓMO INCORPORAR EN UN MODELO EL POSIBLE IMPACTO DE LOS MERCADOS DE VALORES SOBRE LA DEMANDA DE DINERO**

Como se menciona en la sección 3 del texto principal, el carácter de las relaciones entre la evolución de los mercados de valores y las tenencias de efectivo es ambiguo desde un punto de vista puramente conceptual y, por lo tanto, sigue siendo una cuestión esencialmente empírica.

En este recuadro se utiliza una extensión simplificada de un modelo de demanda de dinero tradicional<sup>1</sup> para demostrar cómo las variables que incorporan la rentabilidad y el riesgo de activos alternativos pueden afectar a la demanda de dinero. Más concretamente, según el trabajo de Carstensen (2004)<sup>2</sup>, en la ecuación de demanda de dinero a largo plazo se ha introducido una versión suavizada del rendimiento de las acciones (combinada con el rendimiento de la deuda pública a diez años para obtener una medida amplia de la rentabilidad de los activos no monetarios) y una versión suavizada de las medidas de volatilidad de los mercados de valores<sup>3</sup>. La introducción de variables explicativas adicionales suavizadas tiene por objeto recoger la aversión al riesgo que varía con el tiempo, que parece caracterizar el comportamiento reciente. Las perturbaciones que han afectado al mercado de valores en períodos anteriores pueden influir en las decisiones de cartera en períodos actuales. Además, la dinámica a corto plazo del modelo de demanda de dinero tradicional se ha ampliado mediante la introducción de una medida de riesgo adicional relacionada con el mercado de valores, a saber, la primera diferencia de la prima de rentabilidad por beneficios (como aparece en la sección 4 del texto principal)<sup>4</sup>.

**Gráfico A Excedente monetario en los modelos de demanda de dinero tradicional y ampliado**

(desviaciones porcentuales con respecto al equilibrio)

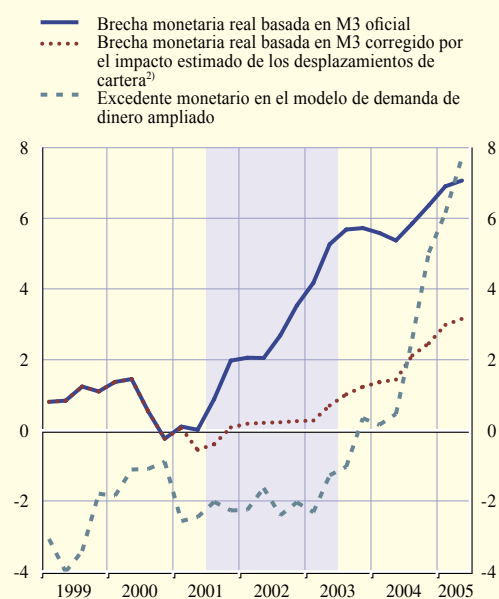


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

- 1 Para una descripción detallada de la metodología utilizada, véase Calza A., Gerdesmeier, D. y Levy, J. (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», IMF Working Paper n.º. 01/179. Se han introducido una serie de cambios con respecto al modelo original: se añadieron variaciones de la tasa de inflación a la dinámica a corto plazo para relajar las condiciones de homogeneidad a corto plazo y se incorporó el logaritmo de los costes de oportunidad para captar mejor los posibles efectos no lineales en la elasticidad de los tipos de interés. Además, no se tocaron los parámetros del modelo del período de estimación que finaliza en el segundo trimestre del 2001, para tener en cuenta las señales de inestabilidad que se produjeron en relación con los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia el dinero que se registraron entre el 2001 y mediados del 2003.
- 2 Véase Carstensen, K. (2004), «Stock market downswing and the stability of EMU money», Kiel Institute of World Economics. Otro enfoque que conduce a unos resultados similares se presenta en Greiber, C. y Lemke, W. (2005) «Money demand and macroeconomic uncertainty», Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies n.º. 26/2005.
- 3 Las diferencias de tres años anualizadas del logaritmo del índice trimestral Dow Jones Euro Stoxx se han utilizado como una variable del rendimiento de las acciones. Una media de dos años de las varianzas condicionales de un modelo GARCH(1,1) derivado del rendimiento diario del índice diario Dow Jones Euro Stoxx se ha utilizado como medida de volatilidad del mercado de valores.
- 4 Además, las variaciones retardadas del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el tipo del mercado monetario a tres meses y las variaciones retardadas en los precios del petróleo se han eliminado de la ecuación a corto plazo.

### Gráfico B Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup> y del excedente monetario

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0; desviaciones porcentuales con respecto al equilibrio)



Fuentes: BCE y cálculos del 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 deflactado de M3 que correspondería a un crecimiento nominal constante de M3 igual a su valor de referencia (4,5%) y la 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 magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis en tiempo real», en el Boletín mensual del BCE de octubre del 2004.

mercado de valores. A este respecto, las dos medidas del excedente monetario muestran diferencias significativas durante el período transcurrido desde el año 2001 hasta mediados del 2004. Mientras que el modelo tradicional indica un excedente positivo y de crecimiento constante en el período comprendido entre el 2001 y mediados del 2005, el excedente del modelo ampliado que incluye los efectos sobre el mercado de valores sigue siendo negativo durante todo el período de mayor incertidumbre entre los años 2001 y 2003, pues el aumento de las tenencias de efectivo como resultado de una búsqueda de activos más seguros se explica en términos del elevado riesgo de mantener valores de renta variable. Sin embargo, desde el segundo semestre del 2004, la medida del excedente monetario del modelo ampliado pasa a ser positiva y, luego, aumenta su intensidad.

Esta medida simplificada del exceso de liquidez corregido por el impacto de la mayor incertidumbre existente en los mercados financieros lleva así a conclusiones similares a las obtenidas a partir de las medidas de la brecha monetaria construidas a partir de la serie de M3 corregida por el efecto estimado de los desplazamientos de cartera, que se presentan habitualmente en el Boletín Mensual (véase gráfico B).

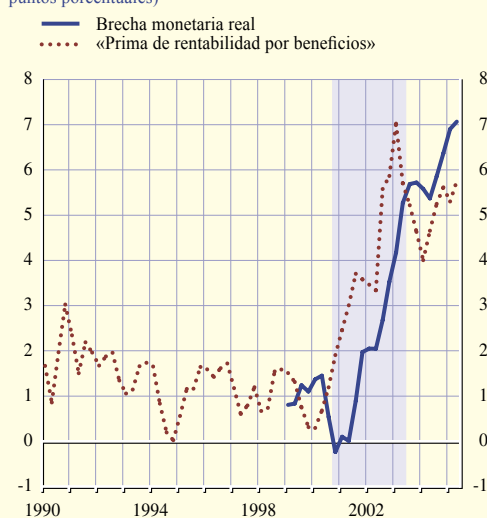
Conviene señalar que en esta especificación no se han tenido en cuenta una serie de interesantes fenómenos, como los posibles efectos asimétricos de los ciclos alcistas y bajistas de los mercados de valores sobre la demanda de dinero, la posible inclusión de variables que recogen el interés relativo de los inversores extranjeros en renta variable de la zona del euro frente a los inversores de la zona del euro, y los probables efectos no lineales de la ratio precio-beneficio de la renta variable sobre la demanda de dinero, que tal vez haya que tener presentes en el futuro.

A pesar de su estructura reconocidamente sencilla, la relación estimada de largo plazo entre los saldos monetarios reales, la producción, los costes de oportunidad y las medidas de riesgo de precio de las acciones es relativamente estable hasta el final del período muestral (el segundo trimestre del 2005) y proporciona un marco apropiado para identificar algunas regularidades empíricas del impacto de la evolución de los mercados de valores en la demanda de dinero.

En el gráfico A se presentan estas regularidades empíricas comparando las medidas del excedente monetario basadas en modelos, derivadas del modelo de demanda de dinero tradicional, con las de un modelo ampliado con variables del

**Gráfico 10 Estimación de la brecha monetaria real<sup>1)</sup> de M3 y la «prima de rentabilidad por beneficios»**

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



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Nota: La «prima de rentabilidad por beneficios» es la diferencia entre la rentabilidad por beneficios de la renta variable y el tipo de interés real a largo plazo (tipo de interés nominal a largo plazo menos inflación observada medida por el IAPC).

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 este agregado, en términos reales, que correspondería a un crecimiento nominal constante de M3 igual al valor de referencia de 4,5% y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, utilizando diciembre de 1998 como período base.

riesgo para el período de referencia. Para comprobar la solidez de estos resultados, se han construido diversos indicadores de tolerancia al riesgo, que arrojan resultados similares. Uno de estos indicadores figura en el gráfico 10, que ilustra la «prima de rentabilidad por beneficios» de la zona del euro, es decir, la diferencia entre la rentabilidad por beneficios de la renta variable y el tipo de interés real a largo plazo. Un indicador de esta naturaleza refleja la percepción de una prima de riesgo por parte de los inversores. Este indicador se ha mantenido en niveles relativamente altos, incluso después de la recuperación de los índices bursátiles y la reducción de la volatilidad del precio de las acciones desde mediados del año 2003. Por lo tanto, esta medida parece especialmente apropiada para captar las reacciones asimétricas a las perturbaciones, es decir, una reacción rápida frente a un aumento de la incertidumbre asociado a una búsqueda de se-

guridad, pero una reversión relativamente lenta, debido a la mayor aversión al riesgo. De hecho, como muestra el gráfico 10, parece existir una relación relativamente estrecha entre este indicador y la brecha monetaria real de M3<sup>16</sup>.

Al analizar la inercia de la aversión al riesgo de los tenedores de efectivo, no hay que olvidar la dimensión internacional. De hecho, es probable que las expectativas relativamente positivas respecto a los tipos de cambio del euro en los últimos años hayan disuadido a los tenedores de efectivo de la zona del euro de invertir más intensamente en activos exteriores. Al mismo tiempo, es posible que una menor aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales y las expectativas sobre el tipo de cambio antes mencionadas expliquen, en parte, la afluencia de capital a la zona del euro en los últimos trimestres, como registra la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona.

16 Para más información sobre el índice de la prima de rentabilidad por beneficios, véase la edición del Financial Stability Review del BCE de junio del 2005, pp. 66-68.

## CONCLUSIONES

Entender el impacto de la incertidumbre macroeconómica sobre la demanda de dinero es crucial a la hora de evaluar los riesgos que amenazan a la futura estabilidad de precios como consecuencia de la evolución monetaria.

En el entorno en que se han enmarcado los últimos años, ha sido una difícil tarea recuperar la información contenida en la evolución monetaria que resulta pertinente para las decisiones de política monetaria. A este respecto, el análisis monetario desempeña un papel importante en el marco de política monetaria del BCE, ya que se utiliza para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, la evaluación de los riesgos a corto y medio plazo para la estabilidad financiera a partir del análisis económico. Así pues, contribuye a evitar que el Consejo de Gobierno, al formarse una opinión general de los riesgos para la estabilidad económica, pase por alto información importante en relación con las futuras tendencias de los precios.

La incertidumbre mundial aumentó tras una secuencia de fuertes perturbaciones, especialmente durante el período comprendido entre los años 2000 y 2003, lo que parece haber desencadenado una considerable afluencia de capital hacia inversiones más seguras, especialmente activos monetarios. Por lo tanto, la demanda de dinero aumentó significativamente. Debido a la creciente globalización de los mercados financieros, las perturbaciones que elevan la incertidumbre mundial probablemente tendrán un efecto más intenso que en décadas anteriores en las tenencias de efectivo de la zona del euro. Actualmente se está tratando de incorporar esos efectos en los modelos econométricos de demanda de dinero.

En este artículo se han esbozado los principales elementos del marco conceptual en el que se ha analizado el impacto de la incertidumbre en la dinámica de M3. También se han presentado algunos de los indicadores e instrumentos que utiliza el BCE para fomentar una comprensión más cabal de las posibles implicaciones de la evolución monetaria para la estabilidad de los precios en el futuro.

## EVALUACIÓN DEL FUNCIONAMIENTO DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

*En el presente artículo se analiza el funcionamiento de los sistemas financieros. Para este análisis se utiliza un enfoque funcional. Cuanto mejor desempeñen estos sistemas sus principales funciones, más eficazmente superarán las fricciones que puedan surgir en el proceso de asignación de recursos financieros, o capital. Si bien la creciente literatura económica teórica y empírica sugiere que un sistema financiero que funciona bien impulsa el crecimiento económico, esta literatura se ha centrado, en gran medida, en las economías en vías de desarrollo. En este artículo se examina el funcionamiento de los sistemas financieros en las economías industrializadas, para lo cual se elabora, en primer lugar, un marco conceptual integral y se seleccionan unos indicadores económicos con los que se pueda evaluar el funcionamiento de estos sistemas. Se comparan los sistemas financieros de los países de la zona del euro y el agregado de la zona con los de algunos de los principales países industrializados, tanto dentro como fuera de Europa. Los indicadores utilizados sugieren que el funcionamiento de un sistema financiero puede variar considerablemente en distintas dimensiones. De forma similar, existe una acentuada heterogeneidad entre los países de la zona del euro. Algunos sistemas financieros que obtienen una puntuación elevada en una determinada dimensión pueden no conseguirla necesariamente en otra. Por lo tanto, para realizar una evaluación exhaustiva del funcionamiento de estos sistemas, es preciso examinar varios indicadores a la vez. No obstante, las diferencias de funcionamiento observadas parecen sugerir que existe todavía margen para llevar a cabo reformas estructurales en los sectores financieros de la zona del euro. Las ganancias de eficiencia que pueden esperarse de estas reformas beneficiarían también al BCE, ya que facilitarían la ejecución y transmisión de la política monetaria.*

### I INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el funcionamiento de los sistemas financieros ha sido objeto de especial atención en la política pública europea. Un sistema financiero que funciona bien permite el aprovechamiento total del crecimiento potencial de una economía, dado que garantiza que las oportunidades de inversión reciban la financiación necesaria al mínimo coste. En consecuencia, la Unión Europea ha dado prioridad a las reformas estructurales del sector financiero en la agenda de Lisboa. Por ejemplo, los Estados miembros están poniendo en práctica el Plan de Acción para los Servicios Financieros (1999-2004) de la Comisión Europea, que incluye entre sus principales objetivos alcanzar una mayor integración financiera a escala europea a fin de realizar el mercado único de los servicios financieros. La Comisión Europea ha publicado también recientemente un Libro Verde sobre los Servicios Financieros para los años 2005-2010<sup>1</sup>. Por otra parte, el sector financiero desempeña un importante papel en la ejecución y transmisión de la política monetaria del BCE. Ésta es una de las principales razones por las que el BCE tiene especial interés en el funcionamiento del sistema financiero de la zona del euro<sup>2</sup>. Por último, el funcionamiento de los sistemas financieros influye en la estabilidad financiera.

El artículo presenta un marco general para el análisis del funcionamiento de los sistemas financieros. En primer lugar se examinan las funciones tradicionales de un sistema financiero en todas las dimensiones que puedan afectar al crecimiento. Para cada una de estas dimensiones se utiliza un grupo de indicadores económicos que reflejan la medida en qué un determinado sistema financiero cumple sus funciones. El artículo incluye una selección de indicadores que muestran cómo se puede aplicar este marco. Sin embargo, para efectuar una evaluación totalmente exhaustiva del funcionamiento, puede ser necesario considerar un mayor número de indicadores. Contrariamente al en-

- 1 En agosto del 2005, el Eurosistema participó en la consulta pública sobre el Libro Verde realizada por la Comisión Europea, que tiene previsto publicar un Libro Blanco con el programa definitivo en noviembre del 2005. El BCE ha publicado recientemente unos indicadores de integración financiera (véase «Indicators of financial integration in the euro area», septiembre del 2005). La Comisión publica un conjunto complementario de indicadores en su «Financial Integration Monitor» (véase [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm)).
- 2 El interés del BCE por las cuestiones relacionadas con el sector financiero ha sido puesto de manifiesto en el artículo del Boletín Mensual titulado «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro» (octubre del 2003), en las actas de la segunda conferencia del BCE sobre banca central (véase V. Gaspar, P. Hartmann y O. Sleijpen (eds., 2002), *The Transformation of the European Financial System*) y en la primera edición del informe del BCE titulado «Financial Stability Review» (diciembre del 2004).

foque adoptado en la mayor parte de la literatura existente, el artículo se centra en los países industrializados. Se facilitan los datos relativos a los países de la zona del euro y el agregado de la zona, que se comparan con los de algunos de los principales países europeos y no europeos.

En la sección siguiente se describen las funciones básicas de un sistema financiero y se analiza la teoría económica sobre cómo las imperfecciones del mercado y las fricciones pueden reducir su contribución al crecimiento. En la tercera sección se proporciona un marco integral para evaluar el funcionamiento de un sistema financiero en sus distintas dimensiones, así como una selección de indicadores relativos al tamaño de los mercados de capitales, la innovación financiera y los mercados completos, la capacidad de los sistemas financieros para procesar la información, la eficacia del gobierno corporativo y la del régimen jurídico. En la última sección se extraen algunas conclusiones.

## 2 FUNCIONES DE UN SISTEMA FINANCIERO E IMPERFECCIONES DEL MERCADO

Hace tiempo que se viene observando que la actividad financiera afecta al crecimiento<sup>3</sup>. Un sistema financiero influye en la asignación de recursos escasos en el espacio y el tiempo. Para aprovechar el crecimiento potencial de una economía, los recursos deben asignarse a las mejores oportunidades de inversión. La asignación se ve afectada por los costes derivados de la obtención de información, la ejecución de contratos y la realización de operaciones. Ello es válido tanto para las empresas como para los hogares. Para las empresas puede ser muy costoso conseguir financiación externa si los inversores externos no disponen de mucha información sobre cómo se invierte su dinero. Los hogares no pueden optimizar su consumo a lo largo de su ciclo de vida, ni tampoco su inversión en capital humano, si no pueden obtener préstamos contra ingresos futuros o si un sistema financiero no les permite utilizar a estos efectos sus activos no realizables, como la vivienda<sup>4</sup>.

Cuando las fricciones dificultan el flujo de recursos hacia su mejor utilización posible, el crecimiento

económico se resiente. Uno de los objetivos de un sistema financiero es superar las fricciones, al desempeñar las funciones siguientes<sup>5</sup>:

- Proporcionar información sobre las posibilidades de inversión y de asignación del capital;
- Realizar el seguimiento de las inversiones y asegurar que los inversores y ahorradores reciban los beneficios acordados en los contratos firmados;
- Permitir la negociación, diversificación y gestión de los riesgos;
- Agrupar el ahorro y canalizarlo; y
- Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

### 2.1 MERCADO PERFECTO DE REFERENCIA

En un mercado perfecto de referencia: i) las fricciones conducen al establecimiento de un sistema financiero; ii) el funcionamiento de un sistema financiero está orientado a superar estas fricciones; iii) por tanto, un sistema financiero afecta al crecimiento.

La teoría económica establece que un mercado perfecto se caracteriza por un flujo de capital sin fricciones, de forma que todas las buenas oportunidades de inversión puedan aprovecharse de la mejor manera. Aunque los agentes económicos transfieran su capital, y el control del mismo, a otros, que pueden disponer de distinta información o que tengan intereses diferentes a la hora de invertir, se pueden establecer, sin coste adicional,

3 En *The Theory of Economic Development* (1912), Joseph Schumpeter explica que un sector bancario que funciona bien estimula el progreso tecnológico, al señalar nuevas oportunidades de inversión y al canalizar hacia ellas los escasos recursos existentes. En *A Theory of Economic History* (1969), John Hicks argumenta que el sistema financiero desempeñó un papel fundamental en la industrialización británica, al canalizar el capital necesario.

4 Para un análisis de cómo la existencia de intermediarios que operan de forma duradera en un sistema financiero permite a los hogares asegurarse contra perturbaciones de riqueza, véase F. Allen y D. Gale (1997), «Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing», *Journal of Political Economy*, 105, pp. 523-546.

5 Véase R. Levine (2004), «Finance and growth» en P. Aghion y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth* (Amsterdam: North-Holland, de próxima publicación).



contratos que contemplen todas las posibles contingencias futuras. Asimismo, los hogares pueden alcanzar un grado óptimo de moderación del consumo y de distribución del riesgo a lo largo de su ciclo de vida. En un mercado perfecto en el que el capital fluye sin fricciones, la organización de la actividad económica, es decir, las empresas, las instituciones y la localización de los agentes económicos, no es relevante. No importa que los ahorradores e inversores sean la misma persona o no. Un mercado perfecto consigue la misma asignación del capital y el mismo nivel de inversión que si cada titular de una oportunidad de inversión (empresa u hogar) hubiese obtenido ya los recursos suficientes para invertir hasta el punto óptimo (en el que el beneficio marginal es igual al coste de oportunidad).

Está claro que en la realidad no existen mercados perfectos sin fricciones. En el presente artículo se examina cómo, en el mundo real, las fricciones llevan a apartarse de un mercado perfecto de referencia y cómo dificultan el flujo de capital, distorsionando así las decisiones de inversión. También se analiza cómo un sistema financiero supera estas fricciones, utilizando para ello las cinco dimensiones mencionadas anteriormente.

## 2.2 FRICCIONES QUE DIFICULTAN EL FLUJO DE CAPITAL

En primer lugar, los agentes económicos no comparten ni tienen acceso a la misma información. Por ejemplo, los inversores proporcionan el capital para la inversión, pero delegan la decisión de inversión a un gestor, que dispone, con frecuencia, de mejor información sobre la utilización del capital. Cuando un inversor deja de tener el control de sus fondos, exige una prima que incrementa el coste de capital, puesto que necesita recibir una compensación por no saber exactamente cómo sus fondos están siendo utilizados por el gestor. El aumento del coste de capital encarece la inversión, que se queda en un nivel insuficiente, inferior al de un mercado perfecto de referencia. La financiación bancaria y el capital riesgo son las respuestas de un sistema financiero a esta clase de fricciones de información. En ambos casos, los inversores desinformados entregan sus recursos a interme-

diarios con más conocimientos y experiencia en la financiación de proyectos similares. Además, al agrupar los recursos de varios inversores, los intermediarios pueden cubrir los costes fijos de obtención de información derivados, por ejemplo, de la creación de un mecanismo de preselección de créditos. Los intermediarios se enfrentan también al problema de los «bienes públicos», es decir, la dificultad de impedir el aprovechamiento por oportunistas de la costosa información que han conseguido. Los mercados de valores respaldan la obtención y difusión de información sobre empresas, principalmente a través del mecanismo de los precios. Quiénes negocian en un mercado de gran tamaño y liquidez se benefician de que los precios reflejan la información de numerosos operadores que tienen un incentivo para adquirir una información valiosa.

En segundo lugar, un inversor financiero (que posee los fondos) y su gestor (que los controla de hecho) pueden no tener los mismos objetivos de inversión. Si bien los inversores están, por lo general, interesados en maximizar el valor de su inversión, como en un mercado perfecto de referencia, los gestores pueden estar movidos por motivos profesionales o por ventajas adicionales o, en casos extremos, por sacar incluso un beneficio personal de estos recursos. De la misma forma, los intereses de un hogar pueden ser distintos de los del banco al que han pedido un préstamo, dado que un banco está principalmente interesado en la devolución de sus préstamos. Cuando las decisiones de inversión ya no obedecen a la maximización del valor, se distorsionarán en relación con las de un mercado perfecto, y el crecimiento se verá obstaculizado, debido al uso ineficiente de los escasos recursos.

En un sistema financiero existen varios mecanismos para hacer frente al problema del control. Por ejemplo, a los bancos se les delega la función de seguimiento, por lo que actúan en nombre de muchos depositantes, evitando así el despilfarro que supone la duplicación de los gastos de seguimiento. En los mercados de valores, los inversores pueden ejercer presiones mediante la venta de sus acciones. La compra o venta de acciones influye en su precio, lo que puede tener consecuencias para

los directivos de una empresa, que pueden ser cesados tras una evolución muy desfavorable de las acciones. Más directamente, los mercados de valores ejercen el control a través de los votos en las juntas de accionistas o, en casos extremos, a través de adquisiciones de empresas.

En tercer lugar, el capital está disperso entre varias personas que tienen distintas preferencias de tiempo y riesgo. Un mercado perfecto de referencia se basa en el supuesto de liquidez total del capital, es decir que los activos financieros puedan negociarse y convertirse en activos reales sin fricciones. En la realidad, los activos físicos utilizados en la producción y el capital humano no son líquidos. No es fácil comprar o vender una fábrica ni tomar prestado contra los ingresos futuros esperados.

Para financiar la producción, en muchos casos debe comprometerse el capital durante un largo período de tiempo, pero al ahorrador no le gusta perder el control de sus activos durante tanto tiempo. El horizonte de inversión de un ahorrador es, frecuentemente, más corto que el de un proceso de producción. Los hogares están sujetos a perturbaciones de liquidez, debido a las cuales pueden necesitar tener rápidamente acceso a su capital para hacer frente a contingencias imprevistas. Los bancos y los mercados de valores mitigan los efectos adversos de estas perturbaciones de liquidez. Un banco transforma depósitos líquidos a corto plazo en préstamos no líquidos a largo plazo. Con ello, los hogares pueden resolver perturbaciones de liquidez, retirando depósitos sin interrumpir los procesos de producción. De forma análoga, los mercados de valores reducen los riesgos de liquidez, permitiendo a los accionistas negociar sus acciones, mientras que las empresas siguen teniendo acceso al capital a largo plazo.

En cuarto lugar, en un mercado perfecto de referencia la localización del capital y de la actividad económica no importa, ya que los contratos financieros pueden contemplar todas las posibles contingencias futuras. Sin embargo, en la realidad, el capital económico está disperso entre distintos inversores. Si no se pudiera tener acceso a múltiples inversores, muchos procesos de producción tendrían que quedarse en niveles subóptimos. Así

pues, una de las funciones básicas de un sistema financiero es la agrupación y canalización de un capital escaso y disperso. Los contratos financieros normalizados, como bonos o acciones, contribuyen a rebajar los costes de negociación en los mercados públicos. Sin estos contratos estándar, las empresas tendrían que concertar un elevado número de contratos bilaterales, especificando un gran variedad de contingencias, en lugar de poder recurrir a un importante fondo común de recursos inmediatamente disponibles. La agrupación de los recursos se efectúa también a través de los intermediarios financieros. En este caso, numerosos depositantes confían sus fondos a un intermediario, que podrá invertir así a gran escala en su nombre.

Por último, en estrecha relación con lo mencionado anteriormente a propósito de la localización de la actividad económica, un sistema financiero facilita el intercambio de bienes y servicios. Para aprovechar totalmente el crecimiento potencial de una economía, han de realizarse inversiones especializadas y los hogares deben poder financiar el consumo de bienes. Una mayor especialización favorece una rentabilidad más alta, a través de una mejor utilización de la información y de las capacidades específicas de un proceso de producción, pero requiere también una coordinación más eficaz y un mayor número de transacciones que un entorno autárquico. Al mismo tiempo, la financiación del consumo a lo largo del tiempo requiere también mecanismos financieros. Los hogares deben poder ahorrar o tomar prestado contra sus ingresos futuros.

En un mercado perfecto de referencia, los bienes y servicios fluyen sin fricciones desde los procesos de producción a los consumidores. Sin embargo, las asimetrías de información y los costes de transacción originan fricciones en este intercambio. Un sistema financiero supera estas barreras proporcionando instrumentos especializados adecuados, como los derivados, que pueden fijar los precios por adelantado (contratos a plazo). Las tarjetas de crédito, el crédito al consumo y la financiación hipotecaria son canales a través de los cuales un sistema financiero facilita el consumo de bienes y servicios por parte del sector de hogares.

En resumen, un sistema financiero desempeña varias funciones para facilitar el flujo de recursos desde quienes disponen de capital, es decir, los hogares que poseen ahorros, hacia las mejores oportunidades de inversión de una economía, en presencia de distintas imperfecciones del mercado<sup>6</sup>.

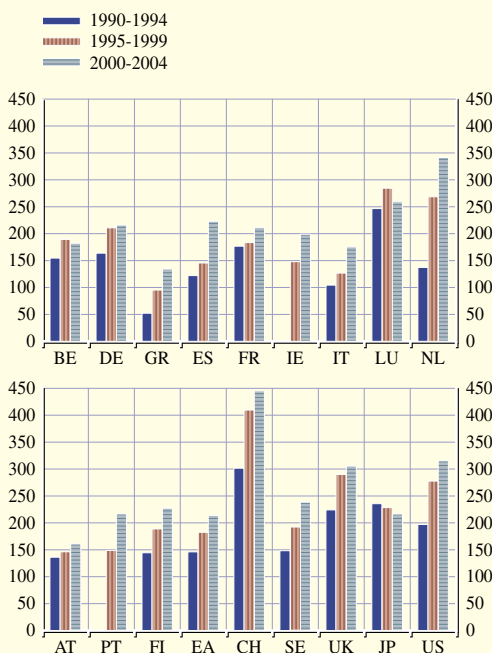
### 3 DIMENSIONES DEL FUNCIONAMIENTO DE UN SISTEMA FINANCIERO Y SELECCIÓN DE INDICADORES

Tras pasar revista a los principales elementos de la teoría económica que explican cómo un sistema financiero ayuda a superar las fricciones que pueden obstaculizar el flujo de ahorro hacia la inversión, se puede avanzar e identificar los grupos de características o dimensiones que permiten evaluar en qué medida un sistema financiero cumple sus funciones. A estos efectos, en esta sección se proporciona un marco integral para evaluar el funcionamiento de un sistema financiero en sus distintas dimensiones, que se analizan en los ocho apartados siguientes. Por otro lado, se seleccionan una serie de indicadores económicos para ilustrar cómo se pueden aplicar la teoría y el marco. En ambos casos se utiliza extensamente la evidencia empírica existente sobre la relación entre actividad financiera y crecimiento<sup>7</sup> y se presta especial atención a las dimensiones e indicadores particularmente relevantes para los países industrializados. Si es posible, el análisis muestra la evolución de un indicador a lo largo del tiempo, distinguiendo entre, por un lado, los países y el agregado de la zona del euro y, por otro, los países europeos no pertenecientes a la zona y otros países importantes.

Sin embargo, en este caso la elección de los indicadores se ve limitada por la disponibilidad de datos. Además, la presentación se centra sólo en una selección de indicadores que pueden tener relación con la literatura sobre actividad financiera y crecimiento. Sería útil disponer de varios indicadores para cada dimensión, toda vez que una sola medida no puede, por lo general, ofrecer una imagen completa y equilibrada. Por consiguiente, las conclusiones que se extraen aquí son provisionales.

Gráfico | Tamaño de los mercados de capitales

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, Eurostat, Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, Federación Mundial de Bolsas de Valores y cálculos del BCE. Notas: Suma de los ratios de capitalización bursátil, de crédito bancario al sector privado y de valores de renta fija nacionales emitidos por el sector privado en relación con el PIB. Para los Países Bajos y Portugal, los datos corresponden al periodo transcurrido hasta el 2001; para Luxemburgo, no incluyen los valores de renta fija. El crédito bancario, la capitalización bursátil, los valores de renta fija nacionales y el PIB de la zona del euro son la suma de las cifras de los distintos países de la zona.

#### 3.1 TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES Y ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura financiera se mide, tradicionalmente, en términos de tamaño relativo de los distintos mercados de capitales, por ejemplo los mercados de préstamos en relación con los mercados de valores. Se mide el tamaño de un mercado financiero para reflejar su importancia: si es un mercado de gran tamaño, ello significa que se canalizan más fondos a través del mismo. Por ejemplo, un mercado de préstamos de gran tamaño es señal de un mayor grado de intermediación, de seguimiento

6 Cabe observar que la «de la segunda opción» muestra que superar sólo una de estas fricciones no significa que el mercado se aproximará a un mercado perfecto de referencia. De hecho, el reducir solamente una fricción puede empeorar otras fricciones.

7 Véanse A. Demirgüç-Kunt y R. Levine (eds., 2001), *Financial Structure and Economic Growth* (MIT Press) y R. Levine (2004), *op. cit.*

de los préstamos y de agrupación de los recursos en un sistema financiero.

Se ha producido también un amplio debate sobre si funcionan mejor los sistemas financieros basados en los bancos o en los mercados. Por un lado, los bancos pueden aprovechar las economías de escala en la obtención de información, ejerciendo el control mediante el seguimiento y estableciendo relaciones duraderas con empresas que reducen las asimetrías de información. Por otro lado, pueden sacar provecho de su posición dominante frente al prestatario, obedecer a motivos de prudencia y no actuar necesariamente en el interés de las empresas. Sin embargo, en el debate sobre este tema se ha dejado recientemente de contraponer los mercados a los bancos, para reconocer que ambos desempeñan funciones importantes en un sistema financiero. Algunas funciones pueden incluso requerir complementariedades entre la financiación bancaria y la de los mercados<sup>8</sup>.

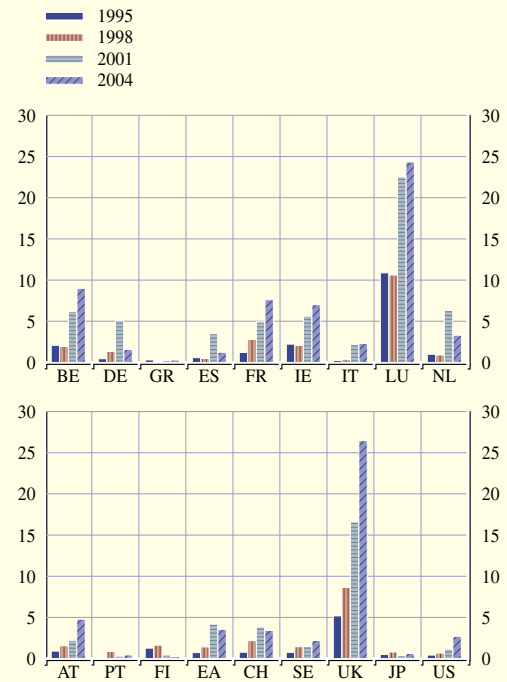
El gráfico 1 presenta la suma de las ratios de capitalización bursátil, de crédito bancario al sector privado y de valores de renta fija nacionales emitidos por el sector privado en relación con el PIB.

Según este indicador, el tamaño relativo de los mercados financieros ha aumentado desde la década de los noventa en todos los países, excepto Bélgica y Japón. Austria, Grecia e Italia tienen los mercados de menor tamaño, mientras que los centros financieros de Luxemburgo, Suiza y el Reino Unido tienen los de mayor tamaño. En los Países Bajos, Grecia y, en cierta medida, España, el tamaño de los mercados ha crecido más del doble en los últimos catorce años. En general, el tamaño medio de los mercados financieros de la zona del euro es menor que el de los mercados del Reino Unido y de Estados Unidos.

En los apartados siguientes se va más allá de las medidas tradicionales de los mercados financieros y se consideran indicadores que tienen una relación más directa con las distintas funciones de un sistema financiero y que proporcionan una imagen más matizada de su funcionamiento.

**Gráfico 2 Negociación de derivados sobre tipos de interés**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI y cálculos del BCE.

Nota: Negociación diaria de derivados OTC sobre tipos de interés de una misma moneda correspondiente al mes de abril (neta de doble contabilización entre creadores de mercado).

### 3.2 INNOVACIÓN FINANCIERA Y MERCADOS COMPLETOS

La innovación financiera abre nuevas posibilidades a los agentes económicos para asignar el capital en el tiempo, el espacio y según los riesgos. Ello hace que los mercados sean más completos. Por ejemplo, con los nuevos instrumentos financieros las empresas pueden trasladar los riesgos a agentes económicos más capacitados para gestionarlos. La innovación financiera permite a los hogares financiar sus hipotecas y a los bancos revender los riesgos mediante bonos de titulización hipotecaria. Por otra parte, los precios de los nuevos instrumentos financieros incluyen información adicional. Así pues, la innovación financiera facilita la oferta de capital y reduce las asimetrías de información.

<sup>8</sup> Véase R. Levine (2002), «Bank-based or market-based financial systems: Which is better?», *Journal of Financial Intermediation*, 11, pp. 398-428.

El gráfico 2 muestra la negociación de derivados sobre tipos de interés. Una negociación más activa de estos derivados facilita la asignación del capital en el tiempo, el espacio y según los riesgos, porque los inversores pueden mantener inalterables los tipos de interés futuros mediante contratos a plazo y de futuros, asegurar la cobertura mediante opciones e intercambiar contratos de tipos de interés fijos y flexibles mediante swaps.

Los mercados más activos de derivados sobre tipos de interés son los centros financieros de Luxemburgo y del Reino Unido. En la mayoría de los demás países, el mercado es mucho menos activo, aunque ha experimentado un fuerte crecimiento en Austria, Bélgica, Francia e Irlanda en la última década. El mercado ha menguado recientemente en Alemania, España y los Países Bajos<sup>9</sup>. En promedio, los derivados sobre tipos de interés se negocian más activamente en la zona del euro que en Estados Unidos.

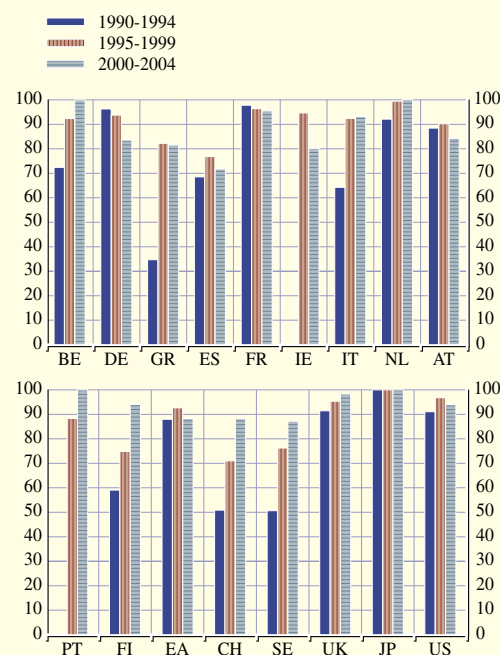
### 3.3 TRANSPARENCIA E INFORMACIÓN

La transparencia y la información se refieren a medidas que reflejan el grado en qué un sistema financiero produce y difunde información sobre oportunidades de inversión, condiciones del mercado y comportamiento de los agentes económicos. Por ejemplo, la calidad de las normas contables evidencia el grado de asimetría de información entre inversores y gestores. Una información más completa sobre una empresa y una mayor transparencia por parte de ésta sobre sus resultados reducen el problema del control entre inversores externos y directivos internos, permitiendo que los precios de las acciones sean más ajustados y que los inversores externos puedan ejercer presiones a través de la venta de sus acciones, o facilitando el control de las empresas por el sector privado.

En la literatura sobre actividad financiera y crecimiento se utilizaba anteriormente una medida derivada de la obligación para las empresas de hacer pública su información contable<sup>10</sup>. Sin embargo, una posible limitación de este indicador es que no mide la cantidad de información publicada (voluntariamente) y no revela si esta información se utiliza en los mercados de capitales.

Gráfico 3 Cobertura de analistas

(porcentaje de capitalización bursátil total)



Fuentes: Thomson Financial's First Call Database, FMI y cálculos del BCE.

Notas: Capitalización bursátil de empresas incluidas en al menos una estimación de beneficio por acción para el ejercicio fiscal en curso. Para Luxemburgo, no se dispone de datos; para los Países Bajos y Portugal, los datos corresponden al periodo transcurrido hasta el 2001. Los datos de la zona del euro se calculan como la media de las cifras de los países de la zona, ponderada por la capitalización bursátil de cada uno de estos países.

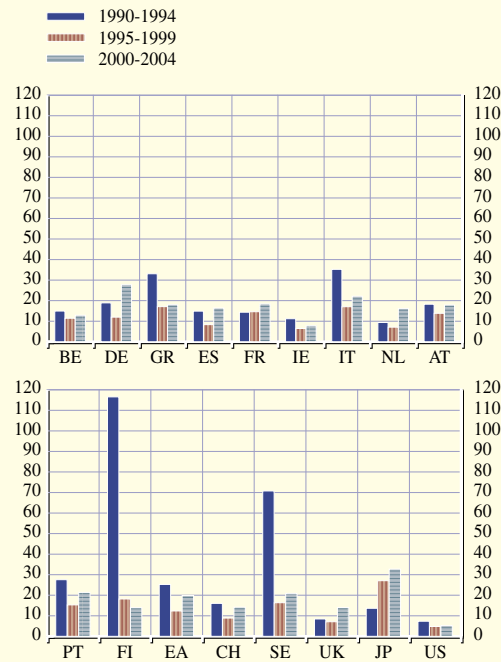
Para responder a algunos de estos problemas se presentan aquí otras medidas que reflejan cómo un sistema financiero hace frente a fricciones de información. Por ejemplo, los analistas estudian a las empresas y hacen estimaciones de beneficios para informar a los inversores, lo que constituye una importante evaluación externa de la situación de una empresa. Cuantas más empresas se analicen, más información sobre ellas será disponible

9 Una limitación es que el país en el que se realiza la negociación no es necesariamente el de las contrapartes, es decir, un inversor del país A puede concluir un contrato swap con un inversor del país B, mientras que el swap se negociará en el país C. Ello muestra también que un país puede beneficiarse de la disponibilidad de instrumentos financieros normalizados y del funcionamiento del sistema financiero de otro país, siempre que exista un suficiente grado de integración financiera.

10 Véase, por ejemplo, R. Rajan y L. Zingales (1998), «Financial dependence and growth», *American Economic Review*, 88, pp. 559-86.

**Gráfico 4** Dispersión de las estimaciones de los analistas

(porcentaje de beneficio por acción estimado)



Fuentes: Thomson Financial's First Call Database y cálculos del BCE.

Notas: Desviación típica de las estimaciones de beneficio por acción (BPA) para un determinado año, dividida por la media ponderada de las estimaciones. Para Luxemburgo, no se dispone de datos; para los Países Bajos y Portugal, los datos corresponden al período transcurrido hasta el 2001. Los datos de la zona del euro se calculan como las medias de las cifras de los países de la zona, ponderadas por la capitalización bursátil considerada por los analistas.

en un sistema financiero. El gráfico 3 muestra la cobertura de los analistas en el tiempo.

En la mayoría de los países, la cobertura de los analistas es elevada o ha aumentado considerablemente desde 1990, salvo en Alemania, donde se ha reducido. En España, Grecia e Irlanda se observa la menor cobertura de la zona del euro.

La dispersión de las estimaciones de los analistas tiene relación con la cobertura. Si una empresa publica información relevante y creíble, o si esta información se puede obtener fácilmente en un mercado, las estimaciones de beneficios de los analistas deberían converger. Un sistema financiero que agrega y difunde información de una manera eficiente puede, por lo tanto, asociarse no sólo a una mayor cobertura de los ana-

listas sino también a una menor dispersión de sus estimaciones.

El gráfico 4 muestra la dispersión de las estimaciones de los analistas y pone de relieve que éstos disienten más en Alemania, Italia, Suecia y Japón en el período 2000-2004. Si bien la cobertura de la zona del euro es comparable a la de Estados Unidos, la dispersión de las estimaciones de beneficios es más del doble.

La difusión de información por los mercados bursátiles es una de las importantes funciones de un sistema financiero. Para determinar en qué medida un mercado de valores incluye informaciones útiles en el precio de las acciones y orienta eficazmente el capital hacia las mejores oportunidades de inversión, en el recuadro siguiente se desagrega la volatilidad de los precios de las acciones entre volatilidad del mercado y volatilidad de las empresas. Si los precios de las acciones de las empresas vienen determinados, principalmente, por factores de mercado, es decir, si existe una elevada sincronización entre las acciones, ello indica que el mercado de valores no transmite eficazmente informaciones específicas sobre las empresas. En este caso, la capacidad explicativa (medida por el estadístico R<sup>2</sup>) de una regresión del precio de las acciones de una empresa sobre los factores de mercado debería ser elevada, es decir, la mayor parte de las variaciones de precios de las acciones de las empresas se explican sin información específica sobre las mismas<sup>11</sup>.

11 Véase A. Durnev, R. Morck y B. Yeung (2003), «Value enhancing capital budgeting and firm-specific stock returns variation», *Journal of Finance*, 59, pp. 65-106.

## Recuadro I

INFORMACIÓN IDIOSINCRÁSICA SOBRE EMPRESAS DEL MERCADO BURSÁTIL – EL ESTADÍSTICO R<sup>2</sup>

Para medir el contenido informativo del precio de las acciones utilizando el estadístico R<sup>2</sup>, es decir, la variación de la variable dependiente de una regresión que se explica por las variables independientes, se considera el modelo siguiente:

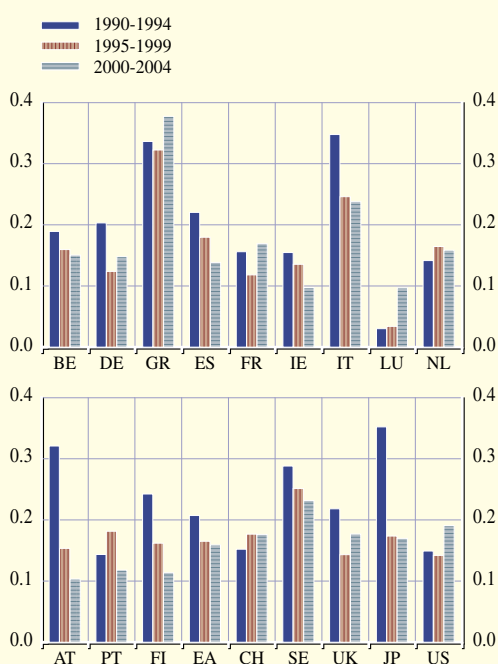
$$r_{ijt} = \alpha + \beta_1 MK_{jt} + \beta_2 EMU_t + \beta_3 US_t + \beta_4 EME_t + \varepsilon$$

donde:

- $r_{ijt}$  es la rentabilidad de la acción  $i$  del país  $j$  en el momento  $t$   
 $MK_{jt}$  es la rentabilidad del índice bursátil del país  $j$  en el momento  $t$   
 $EMU_t$  es la rentabilidad del índice bursátil de la zona del euro en el momento  $t$   
 $US_t$  es la rentabilidad del índice bursátil de Estados Unidos en el momento  $t$   
 $EME_t$  es la rentabilidad de un índice bursátil de los mercados emergentes en el momento  $t$

En estas especificaciones, el precio de las acciones está determinado por dos conjuntos de variables explicativas. En primer lugar, los factores de mercado (MK, EMU, US, EME), comunes a todas las acciones de un mercado, recogen la información de la totalidad del mercado, es decir, la información sistemática incluida en los precios. En segundo lugar, el término de error  $\varepsilon$  recoge el elemento no sistemático o idiosincrásico que determina el precio de las acciones. Se trata de un supuesto destinado a reflejar informaciones o acontecimientos específicos de una empresa, ya que estos elementos no afectarían a los factores sistemáticos. Tras calcular el estadístico R<sup>2</sup> para un conjunto de acciones de un determinado país, se calcula el R<sup>2</sup> medio del país. Esto constituye una medida del contenido informativo del precio de las acciones en un mercado concreto.

Si la información publicada por las empresas es relevante y digna de credibilidad y si el mercado bursátil la agrupa y la difunde de una manera eficiente, por ejemplo, si se produce un número elevado de operaciones basadas en una información adecuada, la regresión no se comportará bien en el sentido de que el R<sup>2</sup> será bajo. Así pues, un R<sup>2</sup> bajo indica que el mercado bursátil es capaz de transmitir información sobre la existencia (o inexistencia) de buenas oportunidades de inversión en las empresas. Por el contrario, si el R<sup>2</sup> es elevado la capacidad explicativa de los factores sistemáticos es también alta. En

Contenido informativo de los mercados bursátiles – El estadístico R<sup>2</sup>

Fuentes: Datastream database y cálculos del BCE.  
 Notas: Estadísticos R<sup>2</sup> medios de los países. Las cifras de la zona del euro son las medias simples de los estadísticos R<sup>2</sup> de los países de la zona.

este caso, el precio de las acciones varía por razones que no tienen relación con la información específica sobre las empresas, lo que significa que el mercado de valores no transmite una información útil sobre las oportunidades de inversión de las distintas empresas.

Los resultados que figuran en el gráfico se basan en una muestra de 4.051 empresas cotizadas en 17 países en el período comprendido entre los años 1990 y 2004. El gráfico presenta los estadísticos  $R^2$  correspondientes a diferentes períodos en distintos países<sup>1</sup>. Grecia, Italia y Suecia tienen el  $R^2$  más alto, lo que quiere decir que en estos países los mercados bursátiles incorporan el menor número de datos sobre empresas individuales. En los últimos años, los mercados de valores de Austria, Finlandia, Irlanda y, en cierta medida, Portugal han ido incluyendo de forma creciente en el precio de las acciones informaciones específicas sobre las empresas. Tal y como muestra el estadístico  $R^2$ , desde el año 2000 la zona del euro ha incorporado en promedio más información sobre empresas al precio de las acciones que el Reino Unido o los Estados Unidos.

1 Los estadísticos  $R^2$  medios de los países correspondientes a los años 2000 a 2004 no están correlacionados con el promedio de i) la composición y la concentración de empresas por sectores, ii) la volatilidad del mercado bursátil y iii) el crecimiento del PIB durante el mismo período.

### 3.4 GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo aborda el conflicto potencial entre inversores y directivos, y entre los propios inversores, por ejemplo, entre grandes y pequeños accionistas. El buen gobierno corporativo asegura un mayor respeto de los intereses de los accionistas y una rentabilidad más alta de las inversiones. Además, permite reducir la pérdida de eficiencia originada por una conducta oportunista de los directivos. Un ejemplo de buen gobierno es una protección efectiva de los accionistas. Si los inversores están autorizados a votar en las juntas de accionistas incluso sin estar físicamente presentes, podrán cesar a los directivos con mayor facilidad. Al amenazar a éstos con el cese, los accionistas tendrán más probabilidades de recibir los pagos prometidos, con lo que rebajarán, a su vez, sus exigencias en cuanto a la rentabilidad de sus inversiones. Unas medidas alternativas de gobierno corporativo pueden ser la protección de los acreedores (por ejemplo, en qué medida la ley protege sus derechos en caso de quiebra), la presencia de inversores externos en las juntas de gobierno o la independencia de los comités de designación y de salarios<sup>12</sup>.

El gráfico 5 presenta una medida de la protección que la ley ofrece a los accionistas respecto a su voto en las juntas. Los derechos de los accionistas

están fuertemente protegidos en Austria, Irlanda, España, Suiza, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Estos derechos han sido reforzados en la mayor parte de los países de la zona del euro en los últimos siete años, pero el nivel de protección de los accionistas de la zona es todavía inferior al alcanzado en Estados Unidos o el Reino Unido.

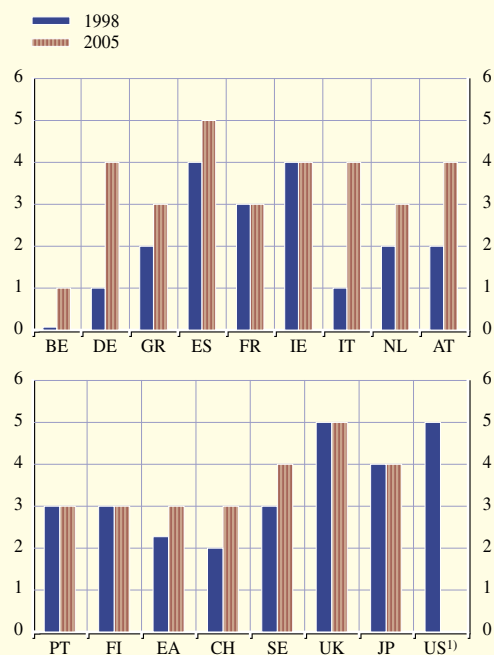
### 3.5 RÉGIMEN JURÍDICO

En un mercado perfecto de referencia no existen fricciones, porque se pueden suscribir y, lo que es igualmente importante, hacer cumplir contratos que contemplen todas las posibles contingencias futuras. Cuando un sistema financiero asigna capital en el tiempo y el espacio, los contratos son necesarios para conectar los proveedores y los usuarios de capital. Un inversor financiero renuncia al control de sus fondos a cambio de la promesa de un derecho a recibir flujos de caja futuros. Los contratos sirven para hacer cumplir esta promesa y, en un sistema financiero que funcione bien, debe existir un mecanismo implícito o explícito de ejecución de dichos contratos. Entre otras cosas, el ordenamiento jurídico regula explícitamente la ejecución de los contratos financieros, contribuyendo así al funcionamiento de los sistemas financieros.

12 R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (2000), «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.



Gráfico 5 Derechos de los accionistas



Fuentes: R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, y Corporate Governance and Company Law Database de la OCDE<sup>2)</sup>.

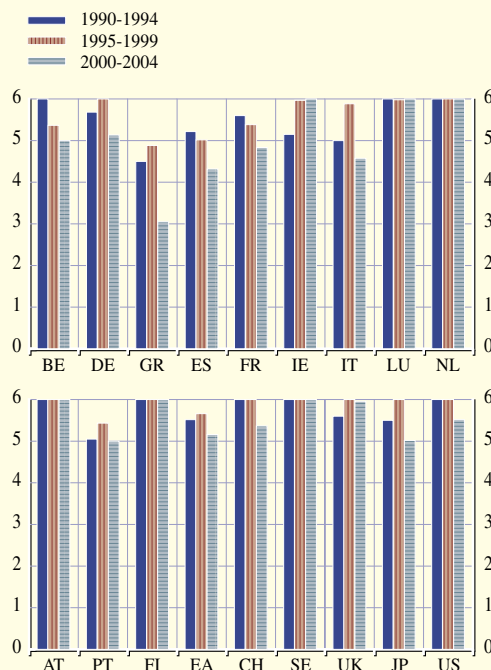
Notas: Las puntuaciones del índice van del 0 al 6. Cuanto más baja sea la puntuación, menores serán los derechos de los accionistas. El índice se calcula como la suma de las siguientes variables: 1) se permite la delegación del voto por correo; 2) no se constituyen paquetes de acciones antes de la junta; 3) acumulación de votos o representación proporcional; 4) mecanismo de minorías discriminadas; 5) derechos preferentes; 6) porcentaje de capital social requerido para poder convocar una junta extraordinaria de accionistas. Las variables 1) a 5) son iguales a 1 si están permitidas, y a 0 si no lo están. La variable 6) es igual a 1 si el porcentaje mínimo requerido es inferior al 20%, y a 0 si es superior. Las cifras de la zona del euro son las medias de las puntuaciones de los países de la zona.

1) Para los Estados Unidos, no está todavía disponible la actualización del 2005.

2) Aunque la información subyacente fue publicada originalmente por la OCDE, los datos reproducidos en el presente gráfico no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de esta organización o de los gobiernos de sus países miembros.

Es extremadamente difícil evaluar las numerosas facetas de un régimen jurídico relativas al sistema financiero y se pueden idear distintas medidas de la eficacia legal. El gráfico 6 presenta una posible medida, que se ciñe a la ejecución de la ley: el índice de ley y orden, extensamente utilizado en la literatura jurídica y financiera (y también en otros ámbitos)<sup>13</sup>. El índice tiene por objeto reflejar la fortaleza e imparcialidad de un régimen jurídico, teniendo en cuenta estos dos aspectos de la ley, así como su observancia<sup>14</sup>.

Gráfico 6 Índice de ley y orden



Fuente: International Country Risk Guide.

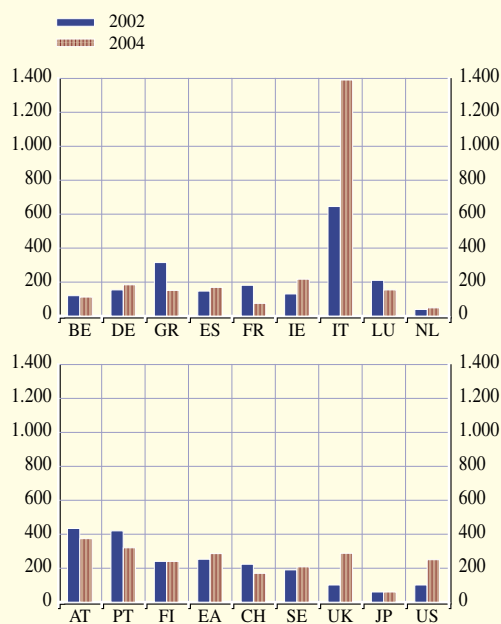
Notas: Las puntuaciones del índice van del 0 al 6. Las más bajas corresponden a un menor grado de ley y orden. El componente de ley evalúa la fortaleza e imparcialidad del ordenamiento jurídico, mientras que el componente de orden evalúa el cumplimiento público de la ley. Las cifras de la zona del euro son las medias de las puntuaciones de los países de la zona.

Debido al limitado alcance del índice, sus resultados han de interpretarse con mucha cautela. Por ejemplo, el índice no tiene en cuenta los procedimientos y mecanismos de un sistema jurídico o su

- 13 El índice de ley y orden está incluido en la guía internacional sobre el riesgo-país (*International Country Risk Guide-ICRG*), publicada por el grupo Project Risk Services. Este índice es utilizado por R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998) en «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155. C. Erv, C. Harvey y T. Viskanta (1996) lo examinan en el contexto de la fijación de precios de los activos en «Political risk, economic risk and financial risk», *Financial Analysts Journal*, 52, pp. 29-46. También lo utilizan las Naciones Unidas en su «Human Development Report».
- 14 El índice es resultado de un análisis subjetivo realizado por los expertos de Project Risk Services, una empresa del sector privado, a partir de preguntas como las siguientes: ¿Son nombrados los jueces o magistrados en base a sus cualificaciones o a su filiación o sus intereses políticos? ¿Están bien remunerados los miembros de la policía y de las fuerzas de seguridad en comparación con otros profesionales? ¿Han dictado los tribunales superiores sentencias contra altos cargos del gobierno, de la política o de las elites sociales o empresariales?

**Gráfico 7 Duración de la ejecución de la sentencia**

(número de días naturales)



Fuentes: S. Djankov, R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (2003), «Courts: the Lex Mundi project», *Quarterly Journal of Economics*, y Banco Mundial.

Notas: Número total de días naturales necesarios para hacer efectivo un cheque devuelto, es decir, entre el momento en que se dicta la sentencia y el momento en que el acreedor cobra el cheque. Este número de días es la suma de: 1) tiempo transcurrido hasta la conclusión de las diligencias de emplazamiento; 2) duración del juicio; 3) tiempo transcurrido hasta la ejecución de la sentencia. Las cifras de la zona del euro son la media de días naturales de los países de la zona. Los datos del 2004 no son exactamente comparables con los del 2002. La encuesta del 2002 (2004) se refiere a un cheque cuyo valor es el equivalente en la moneda local del 5% (200%) del PNB per cápita del país encuestado. La encuesta del 2004 considera también los procedimientos administrativos relativos al cobro de los créditos vencidos.

capacidad para prever conflictos. En el índice de ley y orden, todos los países considerados en el presente artículo obtienen una puntuación elevada y el nivel de la zona del euro es, en promedio, comparable al de Estados Unidos o Japón<sup>15</sup>.

El gráfico 7 ofrece un indicador que mide otro aspecto de la eficacia de un sistema jurídico para reducir las fricciones que dificultan el flujo de capital. El indicador mide el promedio de días necesarios en un país para hacer efectivo un cheque devuelto, mediante acciones legales ante los tribunales. Una rápida resolución de los conflictos financieros en los tribunales rebaja los costes administrativos y mejora el funcionamiento del sistema financiero<sup>16</sup>.

Si bien en la mayoría de los países de la zona del euro la actuación de los tribunales permite una pronta recuperación de los cheques devueltos, este proceso es mucho más largo en Austria, Portugal e Italia<sup>17</sup>. La mayor celeridad en la resolución de esta clase de conflictos financieros se observa en los Países Bajos y Japón. El tiempo medio requerido para hacer efectivo un cheque devuelto en la zona del euro es comparable al de Estados Unidos y el Reino Unido.

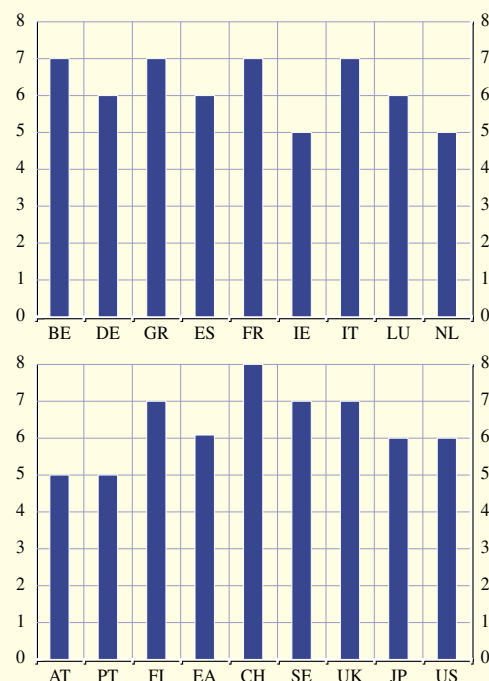
### 3.6 REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERAS

Existe un reconocimiento generalizado de que el sector financiero es «especial», comparado con otros muchos sectores de la economía. En primer lugar, este sector está expuesto a un mayor riesgo de inestabilidad, tanto al nivel de los intermediarios y de los mercados como al del sistema financiero en su conjunto. En particular, las crisis financieras sistémicas pueden tener importantes efectos adversos sobre el crecimiento. En segundo lugar, muchos de los hogares que utilizan servicios financieros al por menor pueden carecer de los conocimientos necesarios, así como de la capacidad de obtener información sobre la naturaleza y los riesgos de varios contratos financieros y sobre la viabilidad de los intermediarios a los que confían sus ahorros. Por estos motivos se tiende a someter a los sectores financieros a un mayor grado de regulación y supervisión que la mayoría de los demás sectores, con el fin de dar estabilidad a los intermediarios y los sistemas financieros y de proteger a los consumidores. Sin embargo, la estabilidad financiera y la protección de los consumidores se consiguen, a veces, en detrimento de la eficiencia. En efecto, las normas pueden tener, inadvertidamente, un efecto disuasorio sobre la innovación, ofrecer incentivos inadecuados para el traslado de los riesgos o imponer costes administrativos excesivos a los intermediarios financieros. Ésta es una de las razones por las que las últimas

15 Aunque Grecia obtiene una puntuación ligeramente inferior para el período 2000-2004, vuelve a conseguir un 4,5 a finales del 2004.

16 S. Djankov, R. La Porta, F. López-de-Silanes y A. Shleifer (2003), «Courts: The Lex Mundi project», *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 453-517.

17 Los datos del 2004 no son exactamente comparables con los del 2002 (para más detalles, véanse las notas del gráfico 7).

**Gráfico 8 Normas bancarias sobre disciplina de mercado**

Fuente: Encuesta a las autoridades supervisoras nacionales realizada por el Banco Mundial en el 2004.

Notas: Las puntuaciones del índice van del 0 al 8. Cuanto más alta sea la puntuación, más fácil será el seguimiento por parte del sector privado. Los datos se refieren a la situación en el 2003. El índice reúne la información sobre las siguientes categorías: 1) requerimiento de auditor externo (sí = 1, no = 0); 2) sistema explícito de garantía de depósitos (sí = 1, no = 0); 3) contabilidad bancaria clara [suma de los valores (sí = 1, no = 0)] relativa a: a) la cuenta de resultados en la que figuren el capital y los intereses devengados pero no cobrados de los créditos morosos; b) cuentas consolidadas que incluyan filiales bancarias y no bancarias exigibles; c) directivos legalmente responsables de toda información errónea o engañosa; 4) publicación de operaciones fuera de balance (sí = 1, no = 0); 5) publicación de procedimientos de gestión de riesgos bancarios (sí = 1, no = 0); 6) deuda subordinada permitida (requerida) como parte del capital (sí = 1, no = 0). Las cifras de la zona del euro son las medias de las puntuaciones de los países de la zona.

medidas adoptadas en el ámbito de la regulación atribuyen una importancia creciente a la evaluación precisa de los riesgos y al papel de la disciplina de mercado<sup>18</sup>.

El gráfico 8 presenta una medida basada en las posibles complementariedades entre la regulación y el seguimiento por parte del sector privado. En esta medida se agregan las normas formales, como los requerimientos contables y de auditoría, que facilitan el seguimiento de los bancos por parte, especialmente, de los inversores mayoristas. A su

vez, como ha podido observarse, la incentiviación del seguimiento por el sector privado reduce los márgenes de intermediación y la proporción de créditos morosos<sup>19</sup>.

Según el índice, existe un margen relativamente amplio para la disciplina de mercado en todos los países considerados. En Suiza, el marco regulatorio es el más favorable al seguimiento por el sector privado. En promedio, en la zona del euro el alcance de estas normas es comparable al de Estados Unidos y Japón y ligeramente inferior al del Reino Unido y Suecia.

### 3.7 COMPETENCIA, APERTURA E INTEGRACIÓN FINANCIERA

Una mayor competencia entre los proveedores de capital atenúa las fricciones en un sistema financiero, dado que permite eliminar los oferentes de capital ineficientes, liberar los recursos obtenidos a través del poder de mercado y asegurar la maximización del valor como medio de supervivencia. A su vez, la apertura, la integración y menos restricciones fomentan la competencia, al propiciar el intercambio de bienes y servicios y facilitar la entrada de competidores<sup>20</sup>.

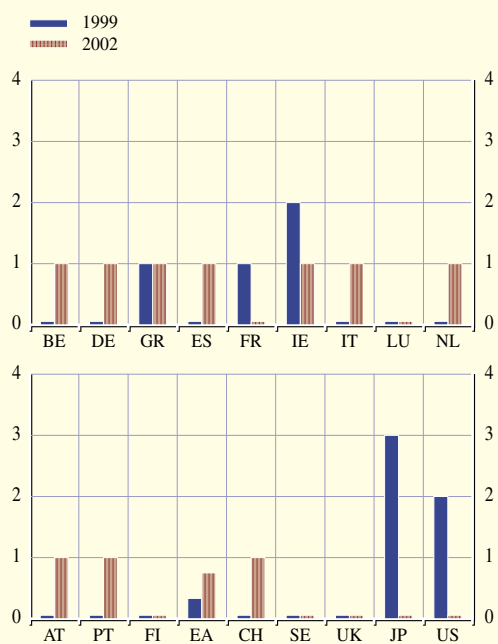
Sin embargo, en el sector bancario el efecto general de la competencia sobre el crecimiento es, en teoría, ambiguo. Un mayor grado de competencia podría forzar a los bancos a recortar los tipos de interés de los préstamos y a aumentar la provisión de crédito, aunque también podría reducir los incentivos para obtener información sobre los prestatarios y someterlos a un proceso de seguimiento,

18 Véanse, por ejemplo, las disposiciones del pilar 3 del nuevo marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea («Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework», junio del 2004).

19 Véase J. Barth, G. Caprio y R. Levine (2004), «Bank regulation and supervision: What works best?», *Journal of Financial Intermediation*, 13, pp. 205-248.

20 Véase, por ejemplo, London Economics (2002), «Quantification of the macroeconomic impact of integration of EU financial markets», estudio sobre los beneficios económicos de la integración financiera, encargado por la Comisión Europea y publicado en su dirección en Internet. Además, M. Giannetti, L. Guiso, T. Jappelli, M. Padula y M. Pagano (2002), «Financial markets, corporate financing and growth», DG ECFIN Economic Paper nº 179, argumentan que la integración y la apertura favorecen el desarrollo financiero interno a través de las presiones competitivas externas.

Gráfico 9 Restricciones a la actividad bancaria



Fuentes: Bank Regulation and Supervision Database del Banco Mundial (2001 y 2003) y cálculos del BCE.

Notas: Las puntuaciones del índice van del 0 al 4. Las más bajas corresponden a menos restricciones. El índice se calcula como la suma de las puntuaciones de dos categorías, seguros y valores. Las puntuaciones se realizan de la siguiente forma: 0 = sin restricciones, pueden llevarse a cabo todas las actividades o bien/si bien todas o algunas de ellas han de realizarse en filiales; 1 = con restricciones, menos de la totalidad de las actividades pueden llevarse a cabo en el banco o en filiales; 2 = prohibida, la actividad no puede realizarse ni en el banco ni en filiales. Las cifras de la zona del euro son las medias de las puntuaciones de los países de la zona.

lo que rebajaría la calidad de los préstamos y elevaría el coste de capital<sup>21</sup>. De forma similar, las restricciones a las actividades bancarias podrían, por un lado, incrementar la transparencia de los bancos, facilitando así su seguimiento, y limitar su grado de poder de mercado. Por otro lado, podrían impedir que los bancos exploten las economías de escala y limiten su valor añadido, con lo que se desincentivarían las prácticas solventes y prudentes.

El gráfico 9 muestra si, además de la aceptación de depósitos y la concesión de préstamos, los bancos están autorizados a realizar actividades que implican el cobro de comisiones, como las relacionadas con el aseguramiento y la venta de valores y los seguros<sup>22</sup>.

Si bien la mayoría de los bancos europeos, salvo los franceses e irlandeses, podían desarrollar anteriormente sus actividades sin restricciones, en la actualidad algunas de estas actividades no les están permitidas<sup>23</sup>. En Luxemburgo y Finlandia, los bancos siguen sin estar sometidos a restricciones. Por el contrario, aunque en Estados Unidos y Japón los bancos estaban sujetos a fuertes restricciones, éstas se han suavizado recientemente en el ámbito de los valores y de los seguros.

### 3.8 LIBERTAD ECONÓMICA Y FACTORES POLÍTICOS Y SOCIOECONÓMICOS

Las funciones de un sistema financiero se centran en el suministro de información, la ejecución de los contratos y la facilitación de las operaciones. Estas funciones se ven afectadas por factores políticos y socioeconómicos, además de las fuerzas más tangibles presentadas anteriormente. En este último apartado se mencionan brevemente algunos elementos que son más difíciles de medir, pero que no dejan de ser importantes para un amplio análisis del funcionamiento de los sistemas financieros.

El funcionamiento de un sistema financiero viene determinado no sólo por el ordenamiento jurídico sino también, en parte, por el marco institucional general<sup>24</sup>. Las estructuras de gobierno que mitigan el problema del control entre inversores financieros y directivos se enmarcan, por ejemplo, en las tradiciones, las normas sociales, la religión y la política. El sentido del deber de un directivo hacia los inversores externos podrá atemperar el conflicto de intereses que pueda tener con sus inversores, incluso si la empresa carece de un código formal de buen gobierno. Los contratos explícitos no pueden anticipar ni incluir todas las contingencias posibles. Tampoco se puede conseguir su

21 Sin embargo, en la práctica, los beneficios de la competencia bancaria parecen ser mayores que sus costes. Véase S. Claessens y L. Laeven (2005), «Financial sector competition, financial dependence and growth», *Journal of the European Economic Association*, 3, pp. 179-207.

22 Esta medida ha sido utilizada, por ejemplo, por J. Barth, G. Caprio y R. Levine (2004), *op. cit.*

23 Se han incrementado las restricciones de forma especial en las actividades bancarias relacionadas con los seguros.

24 O. Williamson (2000), «The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead», *American Economic Review*, vol. 38, pp. 595-613.

completa ejecución en todas las circunstancias. Todo intercambio económico depende, en cierta medida, de la confianza y la equidad, y de lo que se considera «equitativo», elementos en los que intervienen factores socioeconómicos y éticos. Se ha demostrado que el capital social, medido a través de encuestas sobre la confianza entre las personas o mediante la expresión del compromiso cívico, que se traduce en el número de votantes en las elecciones locales, tiene importancia en un sistema financiero, ya que puede afectar al acceso al crédito<sup>25</sup>. De forma análoga, la política configura las leyes que regulan la protección de los acreedores y de los accionistas y determina, en parte, la protección de los derechos de la propiedad privada frente a los derechos del Estado. La libertad económica refleja la noción de que una menor carga administrativa para la actividad económica (por ejemplo, menos burocracia) supone menos fricciones en el flujo de capital.

#### 4 CONCLUSIONES

En este artículo se presenta un marco para la evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros. Para ello se adopta un enfoque funcional, es decir, se considera que un sistema financiero desempeña una serie de funciones encaminadas a superar las imperfecciones del mercado. El artículo muestra cómo el marco funcional se traduce en distintos grupos de características de un sistema financiero, que pueden utilizarse para estructurar la evaluación del funcionamiento. La manera en que un sistema financiero cumple sus funciones se puede evaluar utilizando un conjunto de indicadores económicos para cada grupo. El marco y la selección de indicadores están especialmente configurados para la evaluación de los sistemas financieros relativamente desarrollados de los países industrializados.

Para ilustrar el enfoque empleado se seleccionan algunos de estos indicadores, que se aplican a los países de la zona del euro, al agregado de la zona y a un grupo de referencia de países no pertenecientes a la zona. Algunos son versiones actualizadas de indicadores utilizados previamente en la literatura sobre actividad financiera y crecimiento, y

otros son nuevos. De todos ellos se pueden extraer algunas conclusiones preliminares. En primer lugar, el funcionamiento de los sistemas financieros presenta, en general, una acentuada heterogeneidad entre los países de la zona del euro. En segundo lugar, el funcionamiento, medido por los indicadores presentados, puede variar considerablemente entre las distintas funciones y dimensiones. Algunos sistemas que obtienen una puntuación elevada en una determinada dimensión pueden no conseguirla necesariamente en otra. Entre todos los países considerados, destacan ligeramente los sistemas financieros del Reino Unido y, en menor medida, de Estados Unidos, que funcionan bien según la mayor parte de los indicadores seleccionados.

Aunque con ciertas salvedades, las diferencias en el funcionamiento de los sistemas financieros identificadas en este artículo parecen sugerir que existe todavía margen para llevar a cabo reformas estructurales en los sectores financieros de la zona del euro. Las ganancias de eficiencia que pueden esperarse de estas reformas beneficiarían también al BCE, ya que facilitarían la ejecución y transmisión de la política monetaria en los mercados financieros de la zona del euro.

25 Véase, por ejemplo, L. Guiso, P. Sapienza y L. Zingales (2004), «The role of social capital in financial development», *American Economic Review*, 94, pp. 526-56.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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



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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 IV	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 I	9,6	7,1	6,7	-	7,3	9,0	2,14	3,67
II	9,8	7,5	7,1	-	7,5	13,2	2,12	3,41
III	.	.	.	-	.	.	2,13	3,26
2005 Abr	9,2	7,4	6,8	6,9	7,4	12,8	2,14	3,57
May	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,0	2,13	3,41
Jun	10,9	8,1	7,6	7,6	8,0	13,9	2,11	3,25
Jul	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
Ago	11,5	8,5	8,1	.	8,4	.	2,13	3,32
Sep	.	.	.	.	.	.	2,14	3,16

### 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	3,1	0,7	0,3	81,0	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	2,0	81,6	0,6	8,9
2004 IV	2,3	3,8	2,3	1,5	1,1	82,0	0,8	8,8
2005 I	2,0	4,1	3,0	1,3	0,8	81,5	0,8	8,8
II	2,0	3,9	2,3	1,1	0,6	81,1	0,7	8,7
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 Abr	2,1	4,3	-	-	1,2	81,1	-	8,8
May	2,0	3,5	-	-	0,0	-	-	8,7
Jun	2,1	4,0	-	-	0,5	-	-	8,6
Jul	2,2	4,1	-	-	0,6	81,2	-	8,5
Ago	2,2	4,0	-	-	.	-	-	8,6
Sep	2,5	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 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	107,8	1,3113
II	-9,7	19,8	-11,5	114,3	302,2	103,4	105,6	1,2594
III	.	.	.	.	.	101,9	104,1	1,2199
2005 Abr	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,2	1,2938
May	-1,3	6,9	3,3	22,7	291,7	104,0	106,2	1,2694
Jun	1,4	8,6	-9,9	102,6	302,2	101,2	103,5	1,2165
Jul	1,0	9,1	-80,1	73,7	296,2	101,7	103,8	1,2037
Ago	.	.	.	.	295,6	102,3	104,5	1,2292
Sep	.	.	.	.	.	101,8	104,0	1,2256

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 9 Sep	2005 16 Sep	2005 23 Sep	2005 30 Sep
<b>Oro y derechos en oro</b>	137.829	137.772	137.772	149.882
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	158.074	159.398	160.666	160.042
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	21.884	20.961	21.230	21.950
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.995	9.222	9.059	8.969
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	384.509	369.502	377.550	384.014
Operaciones principales de financiación	294.499	279.501	287.499	293.500
Operaciones de financiación a plazo más largo	89.999	89.999	89.999	89.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	3	1	6	512
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	8	1	46	3
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.386	3.598	3.592	3.392
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	89.933	89.589	90.077	90.850
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	40.750	40.750	40.750	40.723
<b>Otros activos</b>	133.622	133.457	133.484	136.222
<b>Total activo</b>	<b>978.982</b>	<b>964.249</b>	<b>974.180</b>	<b>996.044</b>

#### 2. Pasivo

	2005 9 Sep	2005 16 Sep	2005 23 Sep	2005 30 Sep
<b>Billetes en circulación</b>	531.994	530.439	528.903	533.209
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	151.508	151.431	148.119	145.175
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	151.495	151.409	148.098	145.104
Facilidad de depósito	10	20	16	71
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	3	2	5	0
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	127	127	127	127
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	61.500	47.002	60.248	65.427
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	10.685	10.568	10.333	11.057
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	205	267	293	246
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	7.208	7.708	9.535	10.430
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.896	5.896	5.896	5.885
<b>Otros pasivos</b>	59.163	60.115	60.030	62.336
<b>Cuentas de revalorización</b>	92.292	92.292	92.292	103.749
<b>Capital y reservas</b>	58.404	58.404	58.404	58.403
<b>Total pasivo</b>	<b>978.982</b>	<b>964.249</b>	<b>974.180</b>	<b>996.044</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 8 Jun	365.346	316	279.000	2,00	2,05	2,05	7
15	372.104	340	283.500	2,00	2,05	2,05	7
22	378.472	364	310.000	2,00	2,05	2,05	7
29	353.941	343	308.000	2,00	2,05	2,06	7
6 Jul	389.743	336	307.500	2,00	2,05	2,05	7
13	388.642	334	298.500	2,00	2,05	2,05	7
20	406.178	355	308.500	2,00	2,05	2,05	7
27	391.489	357	317.000	2,00	2,05	2,06	7
3 Ago	414.656	336	314.000	2,00	2,05	2,06	7
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
31	4 33.707	339	293.000	2,00	2,05	2,06	7
7 Sep	447.874	332	294.500	2,00	2,05	2,06	7
14	435.111	356	279.500	2,00	2,06	2,06	7
21	396.280	402	287.500	2,00	2,06	2,06	7
28	364.417	361	293.500	2,00	2,06	2,07	7
5 Oct	382.662	348	288.000	2,00	2,06	2,07	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 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
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 13 Sep	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
6 Sep	Operaciones temporales	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005 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	
Jul	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9	

#### 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	150,2	0,6	0,0	2,05
11 Oct	150,7	.	.	.	.

#### 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						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 I	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
2005 12 Abr	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0
10 May	287,0	276,5	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	505,5	62,9	-58,9	144,0	649,7
7 Jun	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
12 Jul	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6
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
6 Sep	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 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	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
Ago <sup>(p)</sup>	1.327,8	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	309,5	13,3	199,3
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.826,4	812,5	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,8	159,6	1.219,8
2005 I	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,3	4.575,4	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	22.772,4	13.249,3	808,4	7.917,6	4.523,3	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	22.863,2	13.322,0	808,8	7.975,0	4.538,1	3.393,9	1.378,3	504,8	1.510,8	75,0	999,8	3.443,7	164,5	1.464,3
Ago <sup>(p)</sup>	22.813,3	13.302,8	810,0	7.980,4	4.512,4	3.382,7	1.370,4	503,2	1.509,1	80,6	998,9	3.429,1	164,6	1.454,6

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 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	1.353,4	550,6	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
Ago <sup>(p)</sup>	1.327,8	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	0,0	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 I	22.027,0	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	22.772,4	0,0	11.844,1	134,4	6.921,4	4.788,3	696,4	3.762,4	1.266,1	3.226,9	1.976,6
Jul	22.863,2	0,0	11.891,2	143,5	6.949,5	4.798,2	710,1	3.775,4	1.276,2	3.263,0	1.947,3
Ago <sup>(p)</sup>	22.813,3	0,0	11.811,7	111,3	6.928,1	4.772,3	719,4	3.786,1	1.281,3	3.253,1	1.961,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.390,7	834,0	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.234,5	173,6	1.347,2
2005 I	16.260,4	8.498,1	828,1	7.669,9	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	17.050,1	8.747,7	829,5	7.918,2	2.049,7	1.541,4	508,3	715,6	3.713,4	176,8	1.646,8
Jul	17.104,8	8.805,6	830,0	7.975,6	2.044,3	1.537,8	506,5	706,7	3.752,9	177,8	1.617,4
Ago <sup>(p)</sup>	17.082,5	8.812,1	831,2	7.981,0	2.038,3	1.533,1	505,2	705,2	3.738,5	177,9	1.610,5
<b>Operaciones</b>											
2003	766,6	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.267,8	500,7	-5,9	506,6	91,9	58,1	33,8	34,6	435,0	2,7	202,8
2005 I	449,0	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,1	16,4	15,7	185,3	-4,1	62,8
2005 Abr	289,8	55,4	4,6	50,8	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,0
May	106,0	56,8	-2,4	59,2	0,8	-3,9	4,7	-4,1	-6,6	0,7	58,5
Jun	141,6	88,6	-1,4	90,0	15,3	6,5	8,8	-26,9	17,4	0,5	46,7
Jul	69,3	61,0	0,5	60,5	-3,0	-0,6	-2,4	-9,8	50,5	1,0	-30,5
Ago <sup>(p)</sup>	-17,0	7,8	1,2	6,6	-8,3	-6,3	-2,1	-0,9	-8,0	0,1	-7,7

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 I	16.260,4	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	17.050,1	496,6	210,8	6.940,1	621,1	2.245,8	1.140,5	3.251,3	2.157,1	-13,2
Jul	17.104,8	506,4	212,0	6.963,3	635,1	2.249,6	1.138,7	3.286,9	2.129,3	-16,6
Ago <sup>(p)</sup>	17.082,5	500,9	168,0	6.941,5	638,8	2.261,7	1.144,7	3.278,3	2.145,1	3,5
<b>Operaciones</b>										
2003	766,6	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,8	59,8
2004	1.267,8	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,4	276,8	229,3	37,7
2005 I	449,0	3,4	25,0	57,8	9,9	65,3	13,1	211,9	107,2	-44,4
2005 Abr	289,8	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,2	-2,9	107,4	76,1	13,3
May	106,0	4,8	-7,4	42,5	7,3	14,7	4,7	32,8	48,1	-41,5
Jun	141,6	10,7	37,3	75,1	-14,7	39,3	32,2	-79,8	45,2	-3,7
Jul	69,3	9,9	1,2	26,8	13,1	4,7	1,1	44,0	-30,6	-1,0
Ago <sup>(p)</sup>	-17,0	-5,5	-44,4	-21,0	3,2	13,2	5,8	-3,3	14,3	20,8

Fuente: BCE.

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

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



## 2.3 Estadísticas monetarias

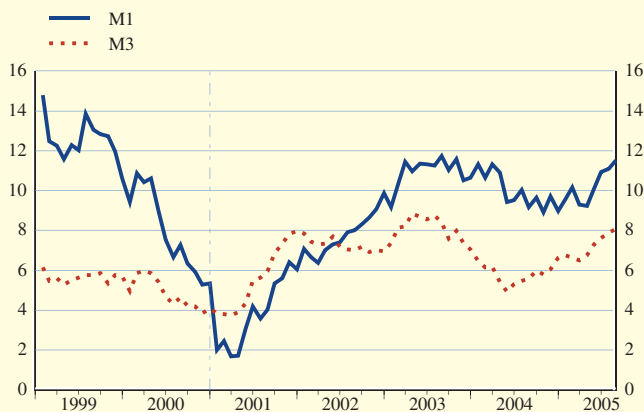
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10	
Saldos vivos											
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.298,2	8.690,9	7.551,6	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	3.258,1	2.559,2	5.817,3	980,9	6.798,1	-	4.807,1	2.352,2	9.108,7	7.892,0	460,6
Jul	3.300,9	2.573,0	5.873,9	994,8	6.868,7	-	4.809,1	2.364,0	9.182,6	7.963,4	469,3
Ago <sup>(p)</sup>	3.327,8	2.585,5	5.913,4	1.002,7	6.916,0	-	4.835,0	2.375,1	9.230,8	8.007,6	456,3
Operaciones											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,2	-	340,7	54,6	575,0	506,1	160,4
2005 I	91,8	8,2	100,0	-20,4	79,6	-	107,1	25,2	135,3	118,8	7,2
2005 Abr	16,4	18,9	35,4	11,8	47,1	-	26,0	21,0	84,4	34,3	20,2
May	23,5	4,4	27,9	15,7	43,6	-	23,9	-18,2	56,4	59,1	-51,5
Jun	46,4	15,7	62,2	8,7	70,9	-	80,8	4,1	85,6	80,4	74,8
Jul	43,3	14,2	57,5	13,1	70,6	-	8,5	14,8	75,4	74,5	11,4
Ago <sup>(p)</sup>	27,2	12,9	40,1	7,3	47,3	-	26,9	9,6	49,4	45,4	-12,0
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	7,2	160,4
2005 Mar	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	93,9
2005 Abr	9,2	5,3	7,4	3,4	6,8	6,9	8,4	2,9	7,7	7,4	89,0
May	10,1	4,9	7,6	5,8	7,3	7,2	8,4	1,5	7,8	7,5	70,5
Jun	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,7	1,1	8,1	8,0	154,2
Jul	11,1	5,3	8,3	5,6	7,9	7,9	9,3	1,1	8,3	8,3	161,7
Ago <sup>(p)</sup>	11,5	5,3	8,5	5,5	8,1	.	9,2	1,0	8,5	8,4	126,9

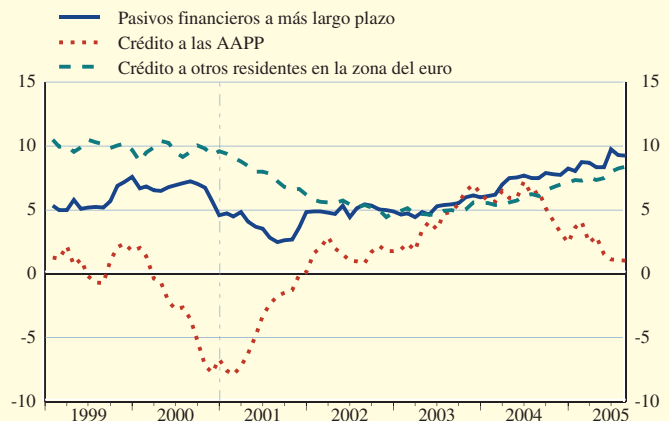
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 Estadísticas monetarias

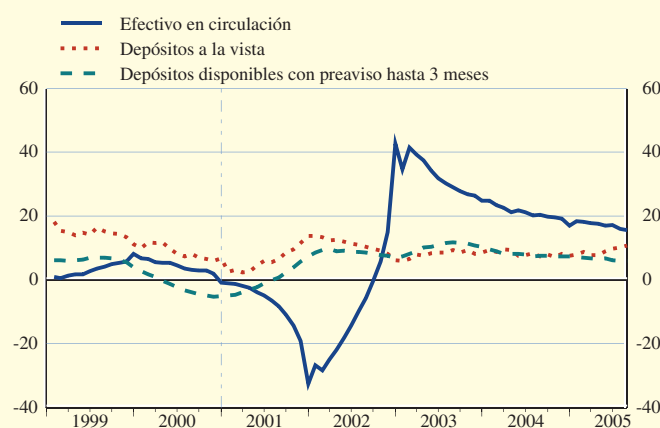
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	386,9	2.293,7	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	239,4	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	2.764,3	1.040,7	1.518,5	239,5	622,7	118,8	2.125,2	91,6	1.448,6	1.141,7
Jul	494,7	2.806,2	1.046,1	1.526,9	243,1	632,3	119,4	2.126,1	90,8	1.453,9	1.138,2
Ago <sup>(p)</sup>	501,5	2.826,4	1.048,8	1.536,8	252,5	630,9	119,3	2.146,2	89,8	1.455,2	1.143,7
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	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,0
2005 I	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2005 Abr	4,0	12,5	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,5
May	5,4	18,1	-9,4	13,8	15,5	7,9	-7,6	17,2	0,0	-0,2	6,9
Jun	6,8	39,7	13,4	2,3	8,2	-5,7	6,2	35,6	-0,5	18,9	26,9
Jul	1,0	42,3	5,8	8,4	3,6	8,8	0,6	1,8	-0,8	8,2	-0,6
Ago <sup>(p)</sup>	6,7	20,4	3,0	9,9	9,4	-2,0	-0,2	21,3	-1,0	1,5	5,2
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	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 Mar	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 Abr	17,5	7,8	3,3	6,6	0,3	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
May	17,0	8,9	1,9	6,7	8,3	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
Jun	17,2	9,8	3,5	6,1	10,2	2,2	10,7	11,8	1,4	8,8	7,6
Jul	16,0	10,2	4,0	6,0	6,7	3,7	13,7	11,2	0,3	8,8	7,2
Ago <sup>(p)</sup>	15,6	10,8	4,2	5,9	10,9	2,4	12,1	11,4	-0,9	8,3	7,3

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

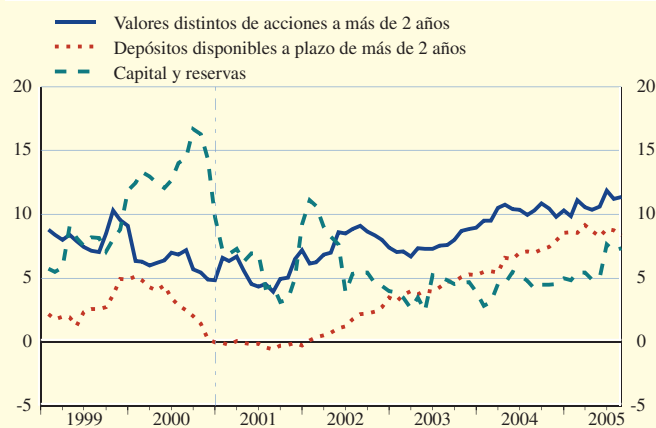
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

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

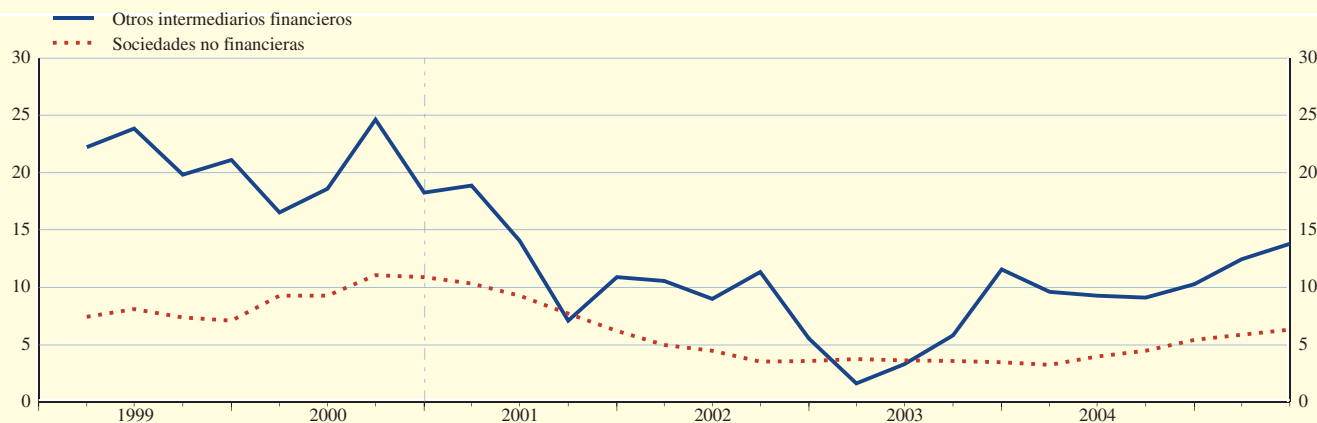
### 1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	545,4	333,5	3.153,7	974,7	547,8	1.631,3
2005 I	58,2	39,7	560,6	350,5	3.190,2	984,6	554,7	1.650,9
2005 Abr	59,3	40,6	557,1	343,8	3.215,9	992,6	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	580,5	361,6	3.281,4	1.022,5	566,3	1.692,7
Jul	63,8	43,6	578,8	356,3	3.307,9	1.023,1	574,6	1.710,3
Ago <sup>(p)</sup>	64,6	43,1	573,4	350,0	3.294,6	1.000,0	572,6	1.722,0
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	51,2	26,8	163,9	24,1	31,2	108,5
2005 I	8,6	7,9	11,5	15,1	37,0	7,8	7,7	21,5
2005 Abr	1,1	1,0	-3,8	-6,9	27,2	8,3	6,2	12,7
May	2,7	2,2	8,3	6,6	17,4	1,0	4,7	11,8
Jun	1,8	1,3	11,6	9,1	30,7	13,7	1,8	15,2
Jul	0,0	-0,6	-1,1	-4,9	27,4	1,2	8,3	18,0
Ago <sup>(p)</sup>	0,7	-0,5	-5,7	-6,2	-12,2	-22,9	-1,8	12,5
Tasas de crecimiento								
2003 Dic	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Dic	36,9	41,5	10,3	8,8	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,5	17,3	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	11,3	6,2	4,9	6,4	7,0
Jun	17,7	10,6	13,8	18,3	6,3	4,4	6,6	7,3
Jul	11,5	3,9	14,9	18,9	6,8	4,9	7,3	7,8
Ago <sup>(p)</sup>	18,6	9,9	16,5	21,7	6,7	4,4	6,3	8,2

013

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

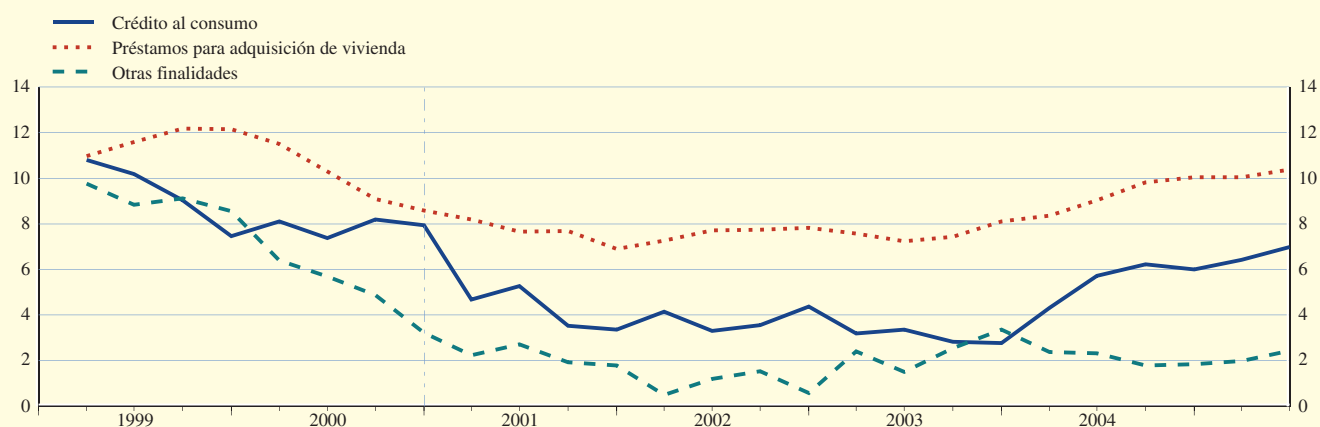
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,3	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,4	144,0	99,2	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	3.991,8	537,7	125,2	196,9	215,5	2.737,1	14,5	65,7	2.656,8	717,0	149,8	101,1	466,2
Jul	4.024,4	538,4	122,1	198,4	217,9	2.772,9	14,6	66,3	2.692,0	713,1	145,1	101,2	466,9
Ago <sup>(p)</sup>	4.047,8	540,0	123,1	198,3	218,7	2.794,7	14,3	66,7	2.713,7	713,0	143,5	101,3	468,2
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	-0,8	2,0	11,5
2005 I	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
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	23,0	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,2
Jun	45,9	8,4	4,1	2,0	2,3	29,2	0,3	0,8	28,2	8,3	6,9	-0,2	1,6
Jul	34,2	1,3	-2,9	1,6	2,5	36,0	0,0	0,5	35,4	-3,1	-4,5	0,2	1,3
Ago <sup>(p)</sup>	23,8	2,2	1,1	-0,1	1,3	21,7	-0,2	0,4	21,5	-0,1	-1,4	0,1	1,2
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	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,0	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	8,5	6,8	6,4	5,7	8,2	10,6	3,7	4,1	10,8	2,2	2,8	1,0	2,2
Ago <sup>(p)</sup>	8,6	7,0	6,6	5,9	8,4	10,7	2,4	4,1	10,9	2,3	2,9	1,2	2,4

## C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

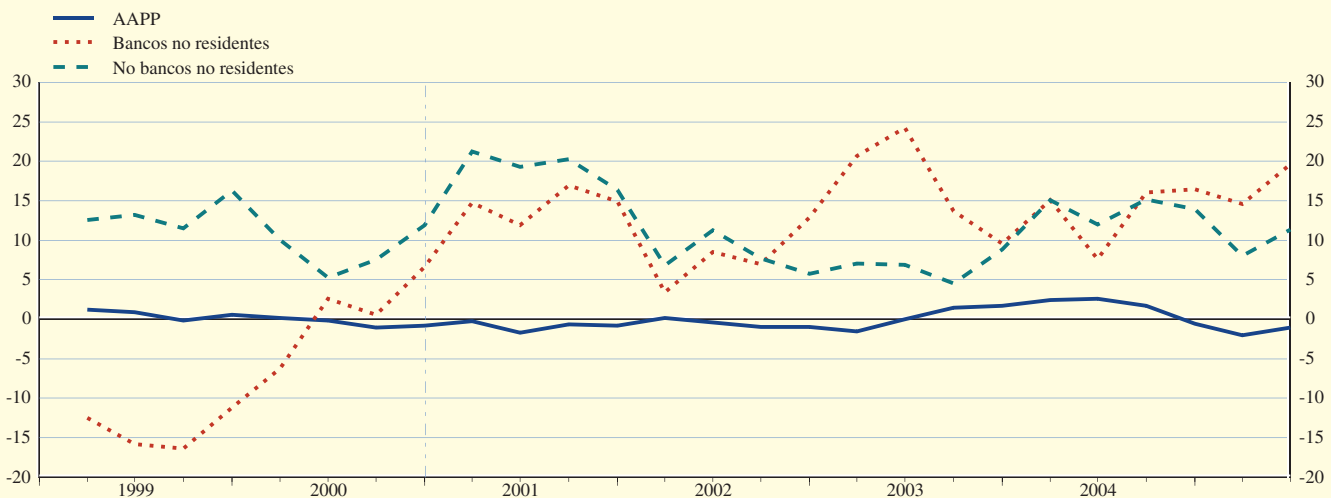
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	812,5	130,7	252,3	405,7	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 <sup>(p)</sup>	808,4	125,3	247,6	412,3	23,3	2.291,8	1.579,6	712,2	63,5	648,7
<b>Operaciones</b>										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-4,7	3,1	-13,9	17,3	-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	25,5
II <sup>(p)</sup>	1,2	-4,4	-0,7	5,5	0,7	93,2	78,3	14,9	1,6	13,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,6	2,4	-5,2	4,4	-32,1	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 <sup>(p)</sup>	-1,0	-1,4	-2,6	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 IFM<sup>1)</sup>**

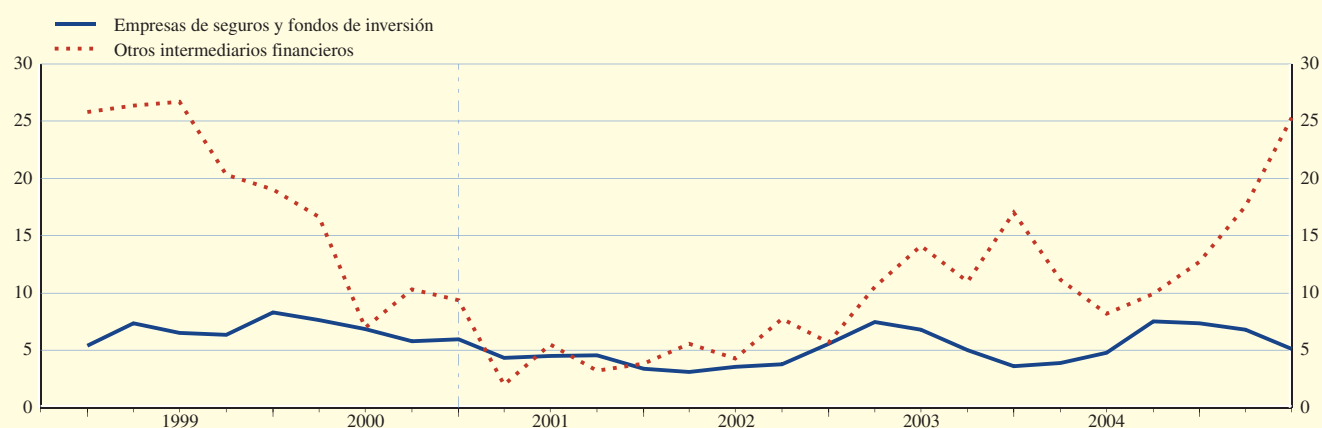
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

**1. Depósitos de los intermediarios financieros**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005 I	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
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	790,6	225,5	149,0	264,5	11,1	0,1	140,4
Jul	603,6	64,2	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	797,4	221,9	155,9	267,5	11,6	0,1	140,3
Ago <sup>(p)</sup>	604,0	59,1	51,0	466,0	1,1	1,6	25,2	797,1	217,3	157,5	268,0	11,4	0,1	142,9
<b>Operaciones</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 I	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
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	-0,9	-0,8	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	23,1	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	23,8	7,3	0,9	15,0	-0,2	0,0	0,8
Jul	7,6	2,7	3,4	1,9	-0,1	0,0	-0,4	9,9	-3,3	7,0	5,9	0,5	0,0	-0,2
Ago <sup>(p)</sup>	0,4	-5,1	-0,9	1,2	0,0	0,1	5,1	-0,3	-4,7	1,4	0,5	-0,3	0,0	2,7
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	17,1
2005 Mar	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
2005 Abr	6,7	6,1	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	16,8	7,2	8,7	41,2	60,1	-	8,0
May	6,4	14,4	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,2	12,4	9,0	44,2	60,3	-	17,7
Jun	5,1	2,5	15,7	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,3	15,9	14,2	48,2	50,1	-	20,7
Jul	6,2	14,9	13,2	4,9	13,8	32,1	-8,3	26,9	18,9	18,9	47,4	56,2	-	18,3
Ago <sup>(p)</sup>	6,3	10,0	9,4	5,1	11,4	32,6	13,0	28,3	23,1	15,9	44,2	55,3	-	25,0

**C8 Depósitos de los intermediarios financieros**

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

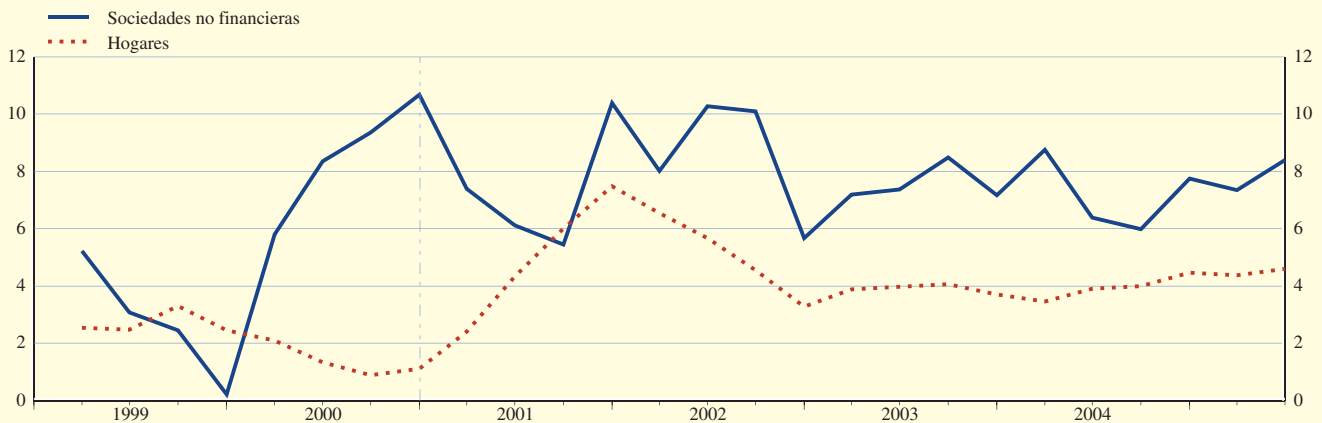
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	1.403,0	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	1.136,1	720,1	279,7	71,2	42,2	1,4	21,5	4.264,4	1.642,3	512,9	629,8	1.339,3	86,4	53,6
Ago <sup>(p)</sup>	1.138,1	713,6	287,9	71,0	41,8	1,3	22,5	4.237,6	1.609,9	515,6	630,0	1.342,0	85,4	54,6
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	2,7
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	3,3	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	22,6	27,0	-7,4	3,0	-0,4	-0,1	0,5	29,7	32,2	-4,1	-0,1	3,3	-0,5	-1,0
Jul	0,2	-3,0	3,9	0,3	0,6	-0,2	-0,8	19,3	13,1	2,2	-0,8	3,2	-0,8	2,5
Ago <sup>(p)</sup>	2,6	-6,3	8,6	-0,2	-0,4	-0,1	1,0	-26,6	-32,3	2,8	0,2	2,7	-1,0	1,0
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	10,2	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	7,7	-1,4	2,8	4,8	1,1	1,5
Jul	8,5	11,7	4,4	1,8	14,9	-17,5	-19,0	4,7	8,2	-0,9	2,6	4,6	0,1	2,0
Ago <sup>(p)</sup>	8,7	11,3	7,3	1,5	12,4	-24,4	-22,0	4,5	7,8	0,0	2,2	4,6	-0,9	0,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

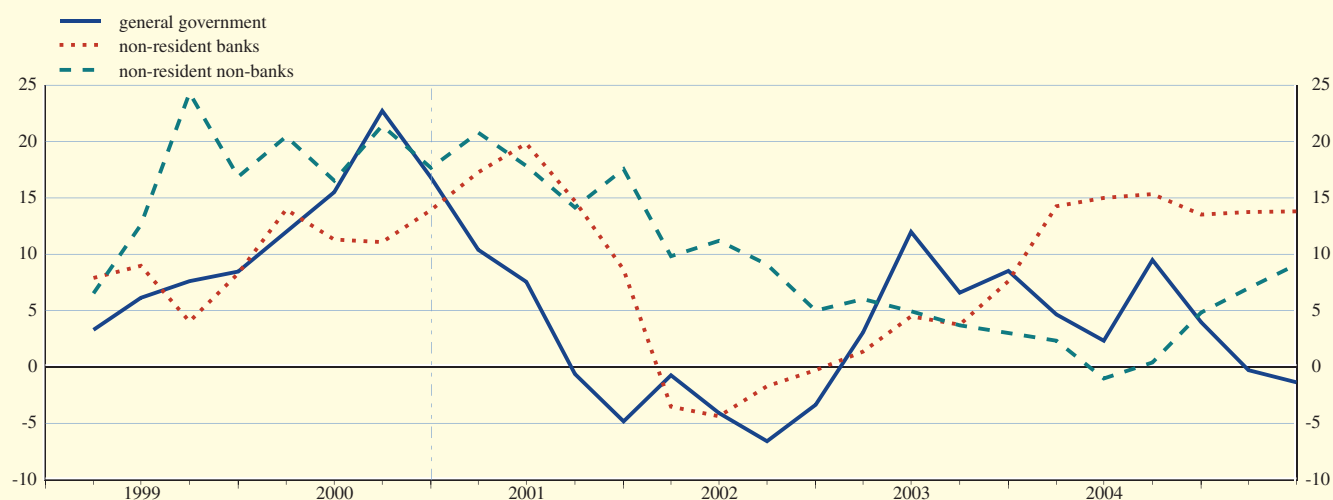
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II <sup>(p)</sup>	287,7	134,4	35,1	69,8	48,4	2.783,5	2.039,0	744,5	117,6	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	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
II <sup>(p)</sup>	17,7	8,1	1,7	2,2	5,7	40,7	47,5	-6,8	12,3	-19,1
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	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 Mar	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
Jun <sup>(p)</sup>	-1,4	-14,2	19,4	8,3	16,9	12,5	13,8	9,1	14,8	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.



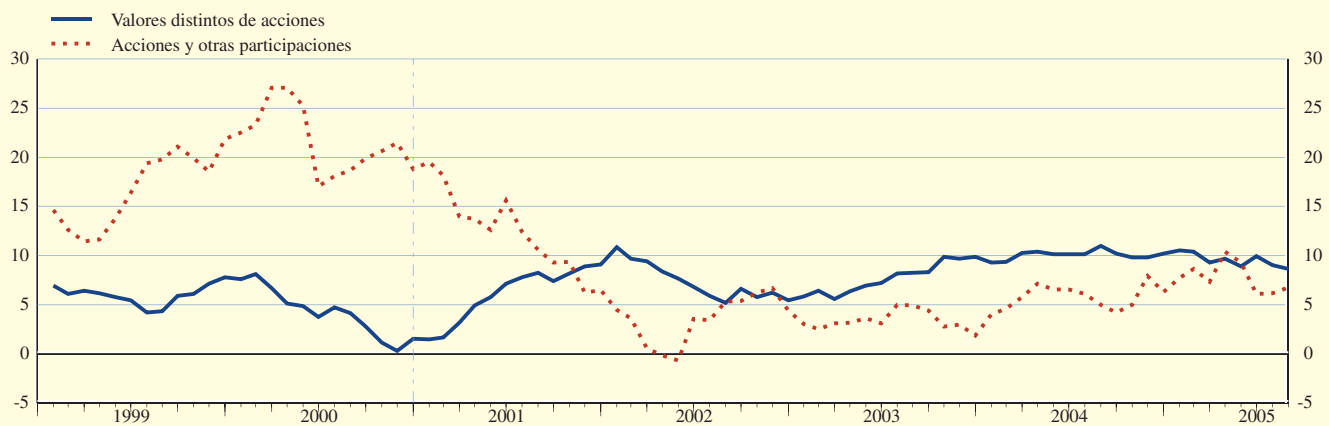
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,1	286,4	656,4	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	4.267,7	1.443,6	67,2	1.362,3	16,0	485,0	19,8	873,9	1.240,4	303,1	696,7	240,5
Ago <sup>(p)</sup>	4.274,3	1.441,9	67,2	1.354,2	16,1	482,9	20,4	891,5	1.240,4	303,8	695,2	241,5
<b>Operaciones</b>												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 I	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
2005 Abr	60,6	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,3	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
May	16,4	-2,0	0,5	-6,3	-0,4	3,5	1,0	20,0	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
Jun	43,7	24,6	-1,9	7,2	-2,6	7,9	0,8	7,8	-46,5	-15,1	-26,9	-4,5
Jul	10,7	7,6	1,9	-2,2	0,4	-1,8	-0,5	5,2	-0,5	3,9	-9,8	5,3
Ago <sup>(p)</sup>	4,3	-2,4	-0,1	-9,3	0,2	-2,8	0,5	18,2	-0,3	1,1	-1,0	-0,3
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,2	-4,6	19,1	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	7,4	11,5	10,8	21,4	9,3	5,1	8,7	17,4
Jun	9,9	11,3	5,3	1,3	-10,0	12,2	12,6	23,6	6,1	1,1	6,8	10,9
Jul	9,0	10,4	9,4	1,5	-6,6	11,6	16,1	19,4	6,2	3,2	6,7	8,4
Ago <sup>(p)</sup>	8,6	9,8	7,0	0,8	-2,8	11,1	20,7	19,4	6,7	4,0	8,2	6,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros)

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

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

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	8,1	1,3	3,4	3,5
2005 I	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
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	-0,8	0,6	0,0	-2,3	-0,1	0,5	0,0	0,6	4,8	1,5	2,1	1,2
Ago <sup>(p)</sup>	1,7	0,3	0,1	1,3	0,0	0,3	0,1	-0,4	0,2	-0,6	-0,5	1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 I	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.833,0	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
II <sup>(p)</sup>	4.788,3	90,8	9,2	5,5	0,5	1,4	1,1	7.055,8	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 <sup>(p)</sup>	2.039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,5	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 <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II <sup>(p)</sup>	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 residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	4.457,8	-	-	-	-	-	8.368,6	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 I	4.575,4	-	-	-	-	-	8.475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
II <sup>(p)</sup>	4.523,3	-	-	-	-	-	8.726,0	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del 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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	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 residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- 3) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

### 1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2003 IV	3.174,3	235,1	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,6	243,9	133,7	139,1
2004 I	3.356,2	266,5	1.434,5	70,4	1.364,1	1.103,9	263,2	136,9	151,2
II	3.373,2	244,9	1.430,8	69,4	1.361,5	1.121,1	278,5	140,3	157,6
III	3.392,8	246,7	1.472,8	72,1	1.400,6	1.095,3	281,0	144,4	152,6
IV	3.509,0	240,1	1.497,6	71,9	1.425,7	1.157,8	293,7	146,9	172,9
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	265,5	1.560,5	72,8	1.487,7	1.222,8	315,9	151,1	193,0

### 2. Pasivo

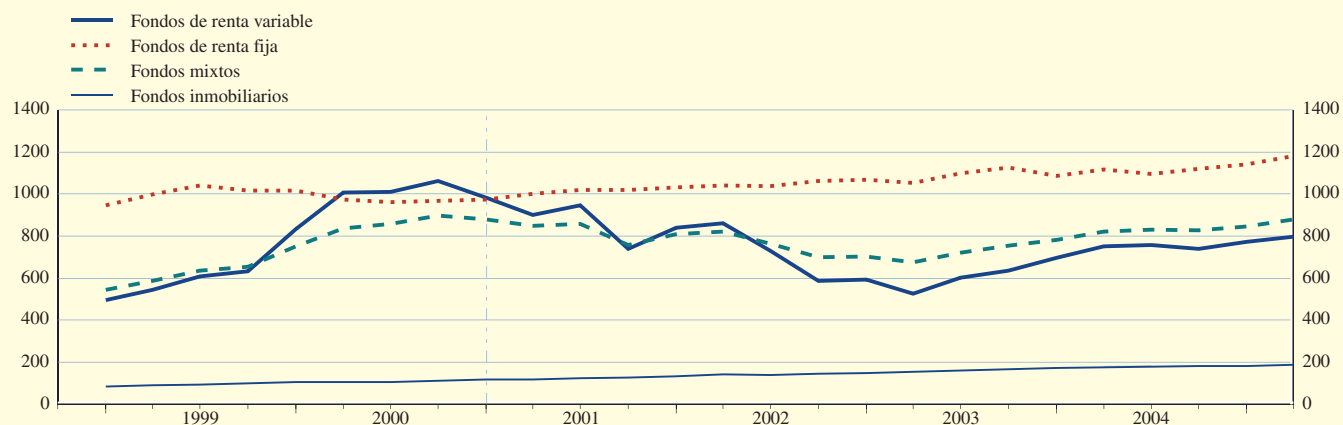
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2003 IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	56,0	3.478,4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

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2003 IV	3.174,3	697,8	1.086,3	783,0	171,7	435,5	2.317,7	856,6
2004 I	3.356,2	750,4	1.116,3	820,6	176,2	492,8	2.469,8	886,4
II	3.373,2	756,5	1.094,2	830,0	179,7	512,7	2.479,5	893,7
III	3.392,8	740,1	1.119,0	825,8	182,4	525,5	2.495,4	897,4
IV	3.509,0	772,4	1.140,9	844,4	182,3	568,9	2.588,3	920,7
2005 I <sup>(p)</sup>	3.708,7	797,1	1.179,4	879,5	186,2	666,5	2.758,1	950,6

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Los datos corresponden a los países de la zona del euro, excluida Irlanda. Para más detalles, véanse las notas generales.

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

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

**1. Fondos según su política de inversión**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
2003 IV	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 I	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
II	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
III	740,1	31,5	33,0	3,7	29,3	625,3	25,1	-	25,1
IV	772,4	28,5	33,9	3,7	30,2	653,4	28,0	-	28,6
2005 I <sup>(p)</sup>	797,1	31,2	33,9	3,7	30,3	674,9	28,9	-	28,2
<b>Fondos de renta fija</b>									
2003 IV	1.086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 I	1.116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
II	1.094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
III	1.119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
IV	1.140,9	77,5	943,6	39,9	903,7	36,9	23,4	-	59,5
2005 I <sup>(p)</sup>	1.179,4	90,3	964,0	41,3	922,7	36,4	26,0	-	62,6
<b>Fondos mixtos</b>									
2003 IV	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 I	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
II	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
III	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
IV	844,4	50,4	347,0	20,1	326,8	281,6	121,3	0,2	43,9
2005 I <sup>(p)</sup>	879,5	55,9	358,5	20,8	337,7	290,3	124,1	0,1	50,6
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2003 IV	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 I	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
II	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
III	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
IV	182,3	14,6	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,8	8,0
2005 I <sup>(p)</sup>	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3

**2. Fondos según el tipo de inversor**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2003 IV	2.317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 I	2.469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
II	2.479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
III	2.495,4	205,7	974,3	872,6	213,2	124,0	105,5
IV	2.588,3	201,2	992,9	926,0	221,4	127,4	119,4
2005 I <sup>(p)</sup>	2.758,1	223,5	1.045,0	979,2	240,2	130,7	139,5
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2003 IV	856,6	43,4	475,8	217,9	60,0	18,3	41,2
2004 I	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
II	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
III	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
IV	920,7	38,9	504,7	231,8	72,3	19,5	53,5
2005 I <sup>(p)</sup>	950,6	42,1	515,5	243,6	75,7	20,4	53,5

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	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 <sup>1)</sup>			
			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	15.657,3	5.883,9	352,4	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,6	347,3	
2004 I	15.869,1	5.914,7	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,4	396,7	
II	16.151,3	6.051,9	372,1	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,2	397,2	
III	16.240,3	6.076,3	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	204,4	394,9	
IV	16.597,9	6.234,8	413,5	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,0	386,8	
2005 I	16.878,2	6.251,4	408,4	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	222,2	428,7	
Operaciones												
2003 IV	162,8	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	11,0	
2004 I	148,6	28,3	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,2	
II	291,0	139,5	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	0,0	
III	120,3	28,8	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,7	
IV	165,3	167,3	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	4,4	
2005 I	168,7	16,0	-5,0	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	35,1	
Tasas de crecimiento												
2003 IV	4,7	5,6	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	25,3	
2004 I	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	26,1	
II	4,8	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9	
III	4,7	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5	
IV	4,6	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	14,5	
2005 I	4,7	5,9	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	10,4	

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
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 <sup>1)</sup>				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 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	266,5
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	338,5
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	335,8
III	17.330,7	8.777,4	7.672,9	976,4	90,4	885,9	3.695,2	1.153,2	2.542,0	4.105,8	288,0	3.817,8	309,1
IV	17.696,9	8.906,6	7.796,7	974,1	80,9	893,2	3.746,9	1.178,0	2.568,8	4.185,7	293,3	3.892,3	317,9
2005 I	18.066,0	8.992,6	7.879,3	968,9	77,4	891,5	3.777,9	1.179,9	2.598,0	4.245,8	293,2	3.952,6	331,8
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	66,7
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	-2,8
III	152,0	79,4	86,1	-3,2	-1,3	-1,8	-1,4	-17,2	15,8	84,0	-2,3	86,2	-23,3
IV	117,5	141,6	140,1	-2,3	-9,5	7,2	63,9	25,7	38,2	80,0	6,6	73,4	18,5
2005 I	233,4	83,7	86,6	-5,9	-3,5	-2,4	25,4	5,0	20,4	64,3	0,8	63,5	31,6
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	13,1
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	35,4
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	33,6
III	4,8	5,0	5,7	3,9	24,5	2,1	1,9	-1,9	3,7	8,1	2,1	8,6	14,2
IV	4,6	5,2	5,9	1,0	-1,8	1,2	3,3	1,8	3,9	8,0	3,1	8,4	22,2
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	7,1

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
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 <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18
	Saldos vivos													
2003 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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	338,2	1.136,1	-797,1	-0,9	0,0	1.951,2	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	49,7
1998	404,8	1.201,3	-823,6	27,0	0,2	2.419,2	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	54,6
1999	444,5	1.290,9	-863,7	17,1	0,2	3.117,8	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	47,9
2000	486,6	1.394,2	-913,1	22,2	-16,7	2.910,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	23,5
2001	466,2	1.449,6	-973,6	-11,8	2,0	2.590,6	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-19,4
2002	413,7	1.439,3	-1.005,4	-21,3	1,1	2.292,7	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	33,5
2003	433,1	1.464,8	-1.034,5	2,4	0,5	2.403,0	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	19,8

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

#### 2. Sociedades no financieras

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

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

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

Fuente: BCE.

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



## MERCADOS FINANCIEROS

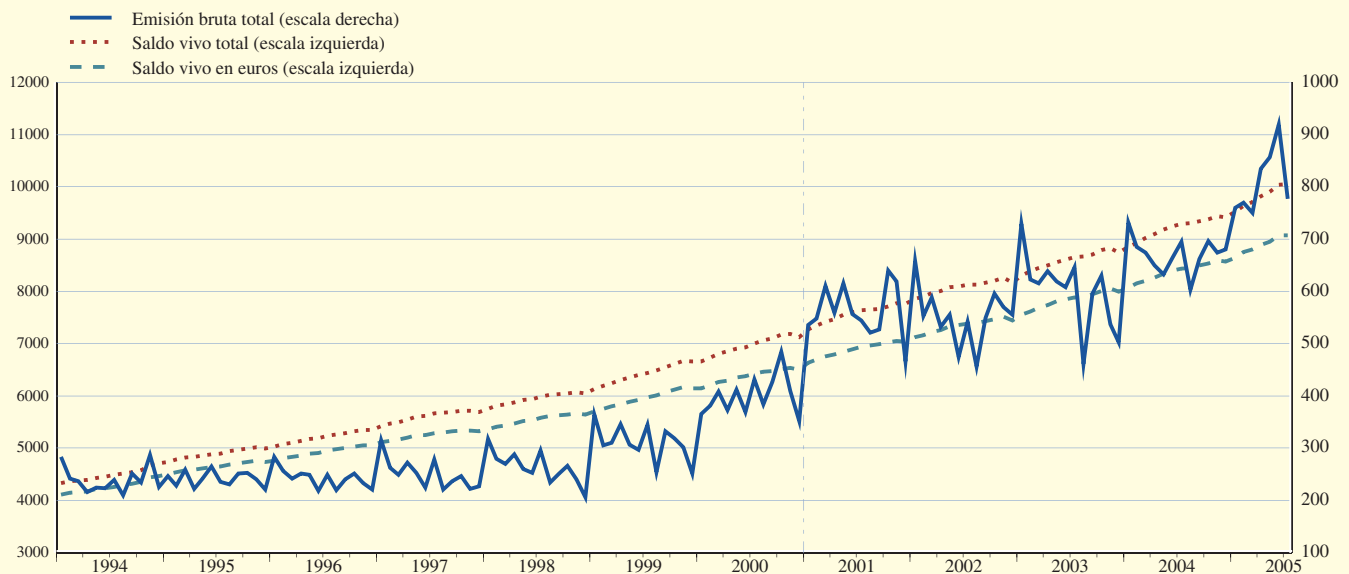
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2004 Jul	9.761,5	707,9	686,3	21,5	9.296,0	695,2	654,0	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
Ago	9.794,2	619,8	590,5	29,3	9.311,6	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
Sep	9.907,3	725,3	616,5	108,8	9.344,6	661,4	621,5	39,9	91,0	94,9	94,5	40,5
Oct	9.932,8	712,2	690,4	21,7	9.381,1	696,7	656,3	40,3	91,0	93,7	94,9	30,2
Nov	10.024,0	703,7	619,0	84,8	9.437,7	674,0	615,4	58,6	91,1	94,3	94,3	55,7
Dic	10.028,1	706,6	701,9	4,7	9.410,7	680,4	703,0	-22,6	91,1	95,3	95,2	-21,4
2005 Ene	10.093,5	763,3	710,5	52,8	9.523,1	759,5	678,3	81,3	90,8	93,8	95,4	65,1
Feb	10.214,0	792,9	675,5	117,3	9.637,3	769,2	654,2	115,0	90,9	94,5	95,1	104,5
Mar	10.322,2	798,2	691,0	107,2	9.706,3	750,5	695,4	55,1	90,7	93,9	94,9	44,6
Abr	10.378,5	833,7	780,8	52,9	9.818,2	834,3	734,3	100,0	90,6	94,4	95,9	83,7
May	10.441,2	870,7	807,6	63,1	9.907,8	856,3	791,6	64,7	90,3	95,4	95,6	60,3
Jun	10.627,2	990,7	806,5	184,1	10.044,3	918,8	789,8	129,0	90,3	94,6	95,0	118,9
Jul	.	.	.	.	10.053,2	777,6	769,8	7,8	90,3	94,7	95,1	4,3
<b>A largo plazo</b>												
2004 Jul	8.848,1	190,3	153,1	37,1	8.350,3	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
Ago	8.875,5	87,2	61,9	25,3	8.365,8	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
Sep	8.970,1	191,6	102,0	89,7	8.415,7	157,0	104,6	52,4	91,2	91,6	89,0	50,7
Oct	9.006,8	174,0	140,2	33,8	8.436,5	158,0	132,2	25,8	91,2	88,1	93,7	15,3
Nov	9.082,7	168,7	98,6	70,1	8.490,7	155,1	95,6	59,5	91,2	89,1	92,2	50,1
Dic	9.107,8	148,4	123,7	24,7	8.498,6	136,0	119,9	16,1	91,3	91,6	90,4	16,2
2005 Ene	9.177,5	198,5	138,6	59,8	8.586,0	195,0	133,1	61,9	91,1	89,7	92,9	51,3
Feb	9.293,7	220,7	107,0	113,7	8.689,4	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
Mar	9.368,4	202,6	128,5	74,2	8.757,1	183,9	125,9	58,0	91,0	88,9	90,2	50,0
Abr	9.421,5	181,2	129,8	51,5	8.837,6	181,1	110,2	70,9	90,9	90,2	94,3	59,4
May	9.489,4	178,1	111,7	66,4	8.925,1	164,9	99,7	65,2	90,7	90,9	91,0	59,2
Jun	9.668,3	296,4	121,2	175,2	9.089,6	253,6	102,0	151,6	90,6	91,1	88,2	141,1
Jul	.	.	.	.	9.086,3	145,2	147,6	-2,4	90,6	90,0	93,5	-7,4

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

(mm de euros)



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

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

#### 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

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

##### 1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003	8.748	3.352	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.411	3.713	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,7
2004 III	9.345	3.643	690	601	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
IV	9.411	3.713	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,7
2005 I	9.706	3.849	755	605	4.238	259	90,7	83,2	90,7	87,9	97,6	95,7
II	10.044	3.994	830	613	4.341	266	90,3	82,6	90,9	87,3	97,4	96,0
2005 Abr	9.818	3.907	771	613	4.264	262	90,6	83,0	90,6	87,8	97,6	95,8
May	9.908	3.938	792	620	4.296	262	90,3	82,6	90,7	87,7	97,4	96,0
Jun	10.044	3.994	830	613	4.341	266	90,3	82,6	90,9	87,3	97,4	96,0
Jul	10.053	4.016	830	614	4.325	268	90,3	82,5	91,1	87,5	97,4	96,1
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	949	457	8	105	374	5	87,6	76,3	96,7	96,7	98,6	86,4
II	955	462	7	103	377	5	87,2	75,8	97,6	96,8	98,4	76,6
2005 Abr	981	483	8	111	374	5	87,4	76,6	97,5	96,7	98,5	81,1
May	983	477	8	114	378	5	87,2	75,8	97,5	97,2	98,4	81,8
Jun	955	462	7	103	377	5	87,2	75,8	97,6	96,8	98,4	76,6
Jul	967	475	8	103	376	5	87,3	76,3	97,7	97,2	98,5	81,8
Total a largo plazo <sup>1)</sup>												
2003	7.887	2.962	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.499	3.265	728	502	3.758	245	91,3	84,8	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 III	8.416	3.231	684	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	96,0
IV	8.499	3.265	728	502	3.758	245	91,3	84,8	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 I	8.757	3.393	747	500	3.863	254	91,0	84,1	90,6	86,0	97,5	95,9
II	9.090	3.532	822	510	3.965	260	90,6	83,4	90,8	85,4	97,3	96,4
2005 Abr	8.838	3.425	763	502	3.890	257	90,9	83,9	90,6	85,9	97,5	96,1
May	8.925	3.461	784	506	3.917	257	90,7	83,5	90,6	85,6	97,3	96,3
Jun	9.090	3.532	822	510	3.965	260	90,6	83,4	90,8	85,4	97,3	96,4
Jul	9.086	3.541	822	511	3.949	263	90,6	83,3	91,0	85,5	97,3	96,4
Del cual: a tipo fijo												
2003	6.115	1.884	406	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.378	1.929	416	412	3.436	186	91,7	83,9	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 III	6.390	1.951	408	415	3.436	180	91,5	84,0	82,2	85,2	97,5	95,8
IV	6.378	1.929	416	412	3.436	186	91,7	83,9	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 I	6.515	1.968	426	407	3.517	196	91,5	83,2	84,4	85,3	97,4	95,8
II	6.671	2.003	445	414	3.607	203	91,1	82,4	84,2	84,7	97,2	96,1
2005 Abr	6.552	1.972	430	408	3.543	199	91,4	82,9	84,1	85,2	97,4	96,0
May	6.599	1.983	433	410	3.573	199	91,2	82,6	83,9	84,9	97,3	96,0
Jun	6.671	2.003	445	414	3.607	203	91,1	82,4	84,2	84,7	97,2	96,1
Jul	6.648	1.998	440	413	3.590	205	91,1	82,4	84,3	84,7	97,2	96,1
Del cual: emitidos a tipo variable												
2003	1.579	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,4	97,5	95,8
2004	1.868	1.148	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	86,8	98,9	87,6	97,5	96,3
IV	1.868	1.148	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2005 I	1.956	1.212	317	79	291	58	90,5	86,4	98,9	89,1	98,0	96,3
II	2.115	1.293	374	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
2005 Abr	2.003	1.233	330	80	302	58	90,4	86,1	98,9	88,4	98,0	96,3
May	2.034	1.251	348	81	297	58	90,3	85,9	98,8	88,4	98,0	97,2
Jun	2.115	1.293	374	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
Jul	2.129	1.302	379	83	307	57	90,2	85,7	98,8	88,4	98,0	97,2

Fuente: BCE.

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

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

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

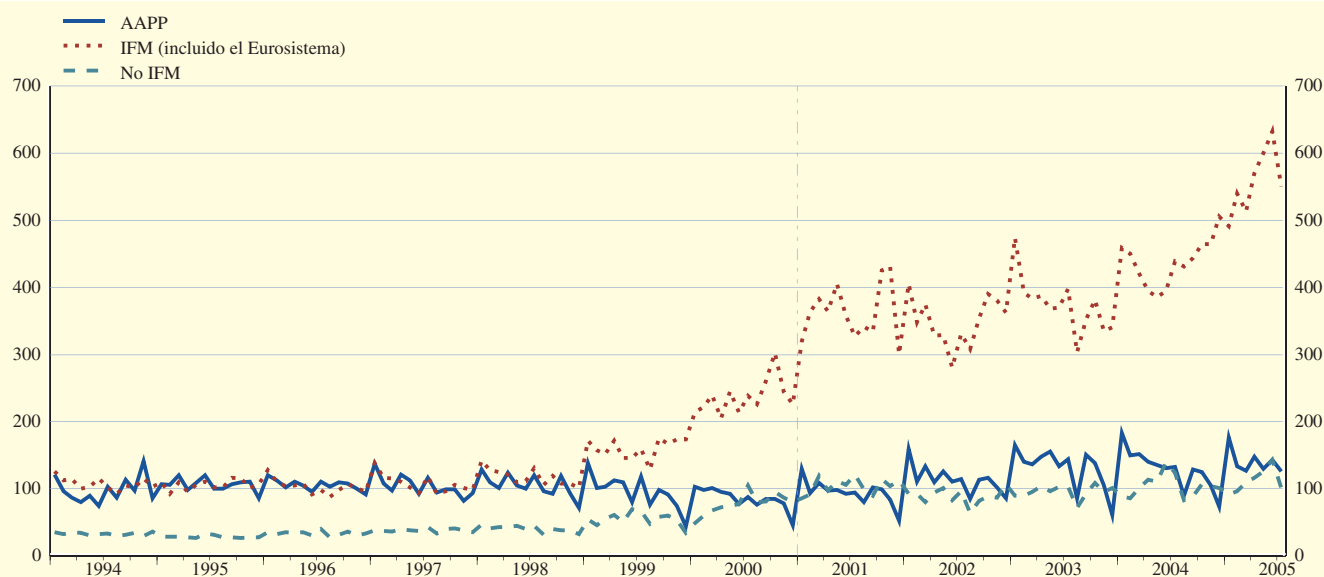
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.206,3	4.485,6	244,7	909,8	1.478,8	87,4	1.284,8	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.048,8	5.252,0	222,3	1.028,0	1.463,6	82,8	1.193,0	407,5	69,2	60,6	619,8	35,9
2004 III	1.960,3	1.313,4	40,9	255,5	334,2	16,3	247,9	86,6	9,2	14,0	131,9	6,1
IV	2.051,0	1.434,1	84,3	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 I	2.279,3	1.543,6	49,8	248,3	412,5	25,0	386,5	136,5	21,0	15,1	198,9	14,9
II	2.609,3	1.801,5	108,4	277,7	399,0	22,7	342,0	100,7	27,6	14,9	187,1	11,8
2005 Abr	834,3	569,9	31,4	84,9	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
May	856,3	599,7	29,0	97,2	126,3	4,1	97,4	24,3	5,6	2,9	63,4	1,1
Jun	918,8	631,8	48,0	95,6	132,7	10,6	139,6	46,4	15,0	8,5	62,8	6,9
Jul	777,6	549,9	13,1	88,1	119,0	7,5	93,5	23,7	2,9	4,3	59,2	3,3
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a corto 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	618,8	403,9	109,1	31,8	60,5	13,5
2004 III	1.554,7	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,7	136,5	95,3	20,8	10,2	8,6	1,6
IV	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	175,1	105,0	46,6	7,4	11,7	4,4
2005 I	1.700,9	1.262,4	12,4	229,1	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
II	2.009,7	1.557,8	10,9	254,7	178,0	8,4	234,0	127,3	69,6	6,8	27,7	2,5
2005 Abr	653,1	501,8	4,2	79,2	65,2	2,8	68,4	33,4	20,2	1,6	11,8	1,5
May	691,4	537,3	3,5	91,8	56,0	2,8	61,0	34,0	19,8	2,1	4,8	0,2
Jun	665,1	518,6	3,3	83,7	56,8	2,8	104,6	59,9	29,6	3,1	11,1	0,8
Jul	632,4	489,9	3,1	80,9	55,7	2,8	43,7	31,4	7,1	1,8	2,1	1,3

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

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



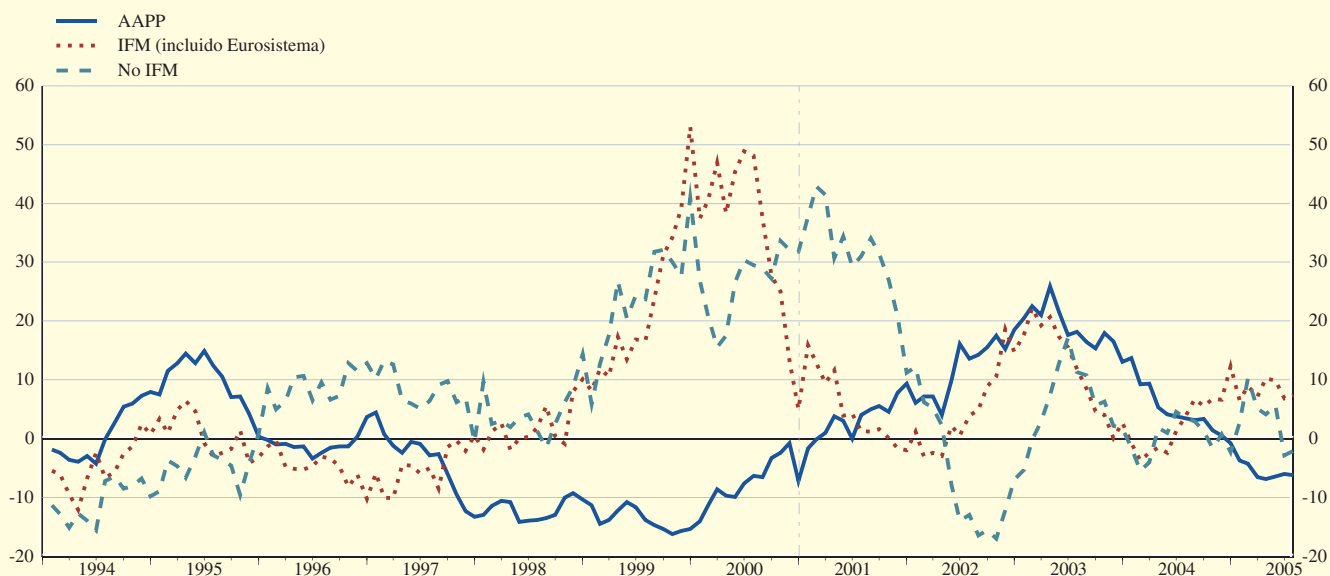
Fuente: BCE.

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

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

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2003	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,9	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 III	7,2	8,6	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	14,5	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2005 I	7,2	9,1	11,6	2,8	5,1	13,7	2,6	8,4	34,1	3,1	-4,3	35,4
II	7,3	8,9	17,2	4,5	4,5	12,0	1,6	9,0	43,6	1,6	-6,8	16,1
2005 Feb	7,4	9,4	11,1	3,0	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,5
Mar	7,1	8,8	14,4	4,4	4,6	11,9	0,9	7,2	47,6	3,0	-7,0	36,2
Abr	7,5	9,0	15,8	5,4	4,7	12,7	2,1	10,2	46,3	1,9	-7,1	16,2
May	7,1	8,5	18,4	4,7	4,2	11,7	2,2	9,9	39,9	3,9	-6,6	11,9
Jun	7,7	9,6	20,0	2,7	4,6	11,1	0,1	6,8	41,6	-5,0	-6,2	7,8
Jul	7,3	9,3	18,8	1,5	4,3	12,7	0,4	7,4	40,9	-4,3	-6,3	-0,3
En euros												
2003	6,4	3,8	30,6	9,4	4,4	24,9	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	13,8	2,8	9,8	28,5	5,1	-4,2	33,2
II	7,0	7,7	20,8	4,6	4,5	12,3	1,8	10,8	39,8	3,7	-6,6	9,9
2005 Feb	6,9	7,8	14,3	2,6	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,6
Mar	6,7	7,3	18,1	4,3	4,6	12,1	1,0	8,2	42,8	5,1	-6,8	39,2
Abr	7,1	7,6	19,3	5,4	4,8	12,9	2,1	11,8	42,6	3,9	-6,9	10,1
May	6,8	7,4	22,2	4,9	4,2	12,1	2,5	12,1	36,4	6,3	-6,6	3,4
Jun	7,5	8,7	23,6	2,6	4,5	11,5	0,4	8,8	38,2	-3,4	-6,0	-1,2
Jul	7,1	8,4	22,1	1,7	4,2	13,3	1,0	9,9	43,2	-1,9	-6,3	-3,2

**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.

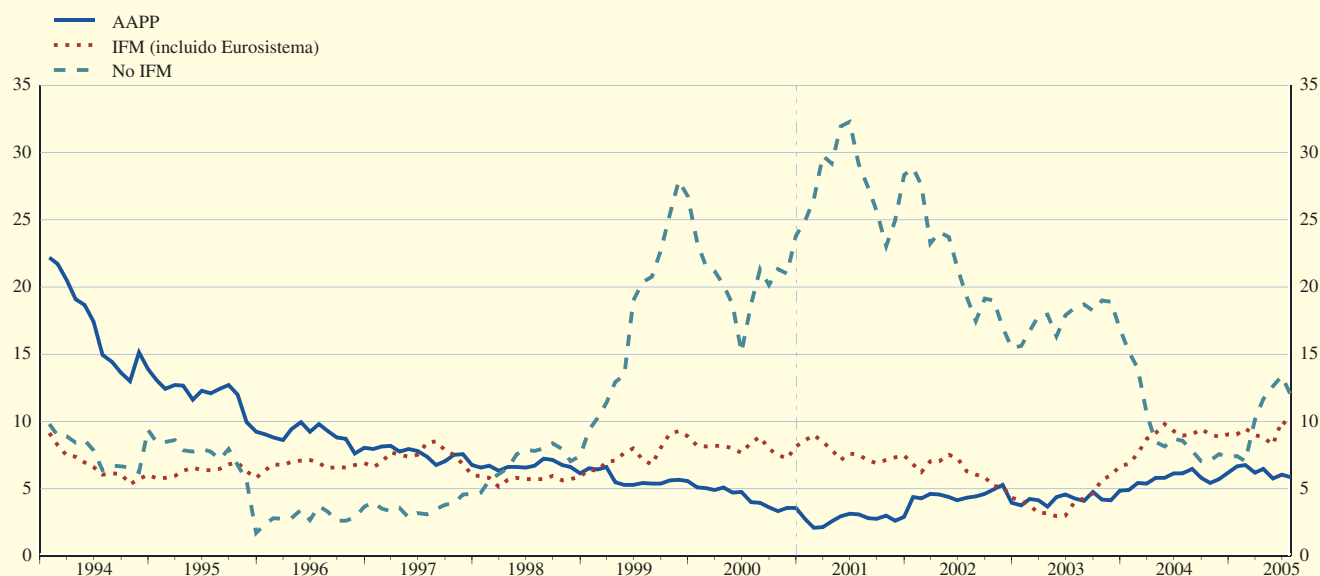
#### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,2	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,1	0,6	26,4
2004 III	4,9	3,1	3,5	1,2	6,2	13,5	17,6	19,1	27,1	18,2	3,3	25,1
IV	4,3	2,4	2,6	0,7	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,0	2,3	18,7
2005 I	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,7	7,7	12,4
II	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,7	19,5	19,1	34,8	26,4	8,5	3,2
2005 Feb	4,9	2,9	3,6	-2,1	6,8	12,9	18,3	20,3	22,6	26,0	6,5	11,9
Mar	4,5	2,4	5,8	0,6	5,6	13,6	19,0	19,6	28,2	27,3	9,3	5,1
Abr	5,1	2,5	5,4	2,3	6,3	15,0	18,9	18,8	32,6	26,5	7,8	5,4
May	4,6	2,2	6,2	1,0	5,6	15,0	18,9	17,9	37,9	25,7	7,7	1,7
Jun	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,6	22,1	21,8	38,9	26,8	10,8	0,2
Jul	4,6	2,9	6,3	0,2	5,2	16,6	20,7	20,6	37,1	15,5	10,1	1,9
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	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	1,8	5,9	14,7	15,7	17,7	27,3	8,4	0,5	25,3
2004 III	4,7	1,2	7,5	-0,4	6,4	13,8	16,9	18,3	27,3	15,7	3,3	24,0
IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,6	22,9	26,5	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,2	24,0	26,7	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,1	0,9	5,8	15,1	19,0	18,2	34,9	24,7	8,9	3,9
2005 Feb	4,5	0,4	7,5	-3,4	6,7	13,0	17,4	18,9	22,8	25,0	6,6	12,4
Mar	4,2	0,2	10,2	-0,1	5,6	13,8	18,1	18,0	28,4	26,7	9,7	5,3
Abr	4,8	0,2	9,2	1,9	6,4	15,4	18,2	17,7	32,8	24,5	8,2	5,6
May	4,2	0,1	10,3	0,5	5,6	15,4	18,6	17,1	38,0	23,7	8,1	2,8
Jun	4,5	0,9	11,5	0,5	5,4	15,1	22,0	21,4	38,7	25,1	11,4	1,2
Jul	4,2	0,9	10,0	-0,3	5,0	17,1	20,5	19,8	37,0	17,0	10,6	3,0

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

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

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

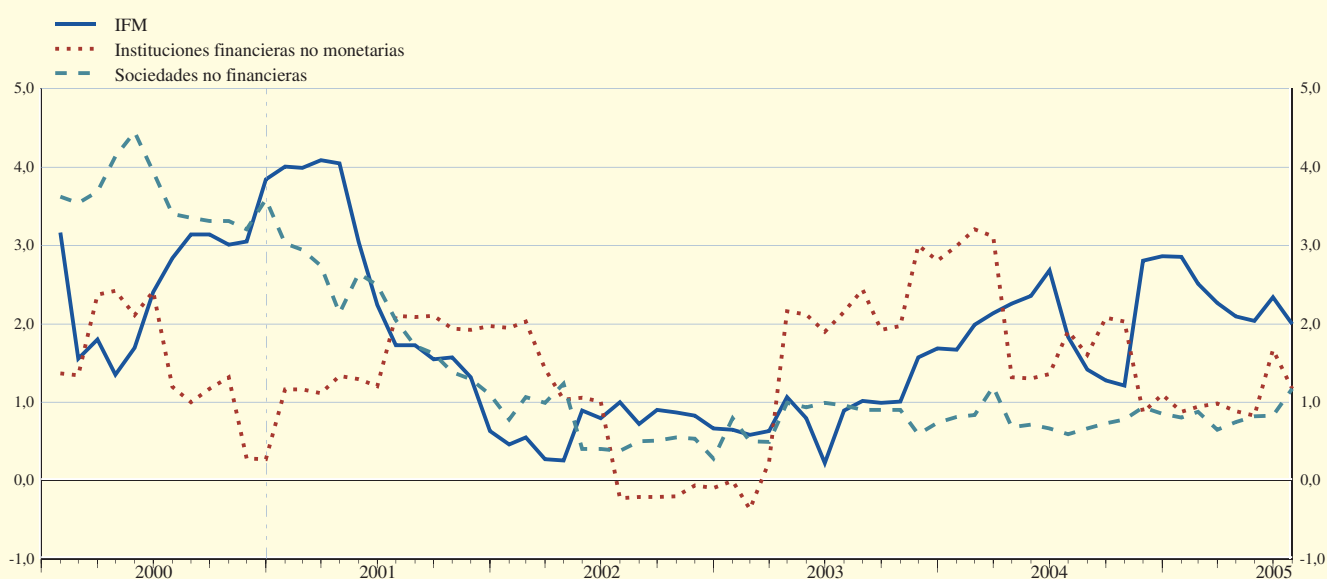
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,7
May	4.272,6	103,0	1,0	678,1	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
Jul	4.631,7	103,4	1,3	727,8	2,0	456,4	1,2	3.447,5	1,2

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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



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

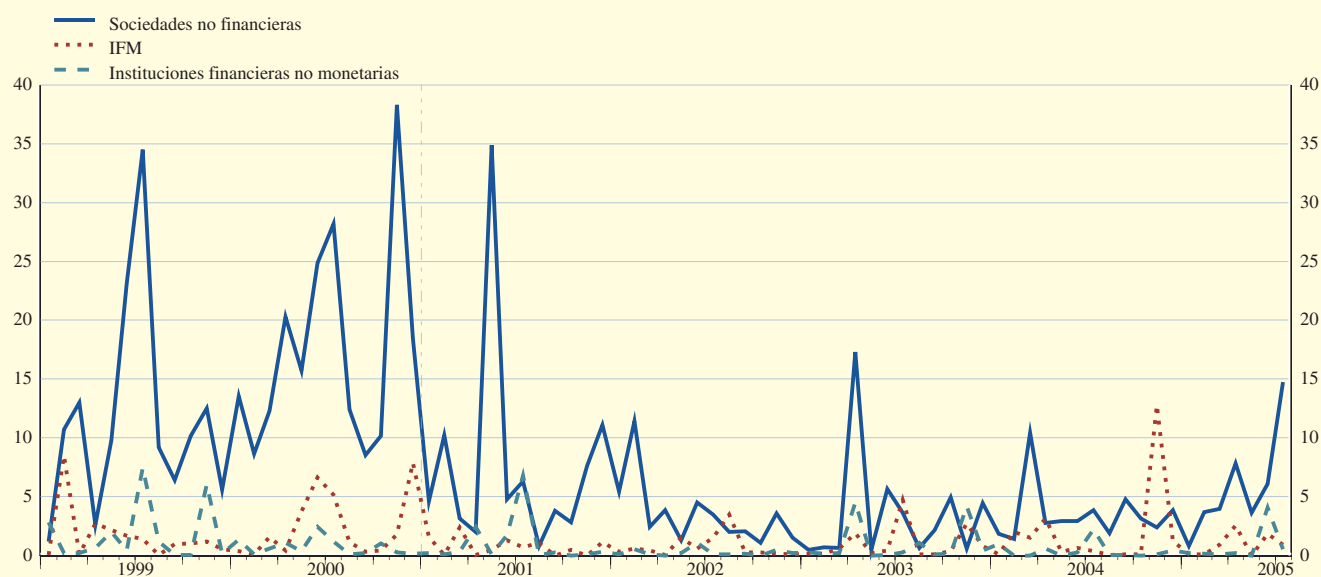
(mm de euros; valores de mercado)

##### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 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
Jul	16,2	6,5	9,7	0,9	2,9	-2,0	0,5	0,0	0,5	14,7	3,6	11,2

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

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
Jul	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,01	2,21	2,97	2,00

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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
Jul	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,88	4,53	4,30

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
2004 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
Jul		5,12	3,85	4,41	4,09	2,96	3,55	3,78

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,11	3,55	2,01
Jul	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,97

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

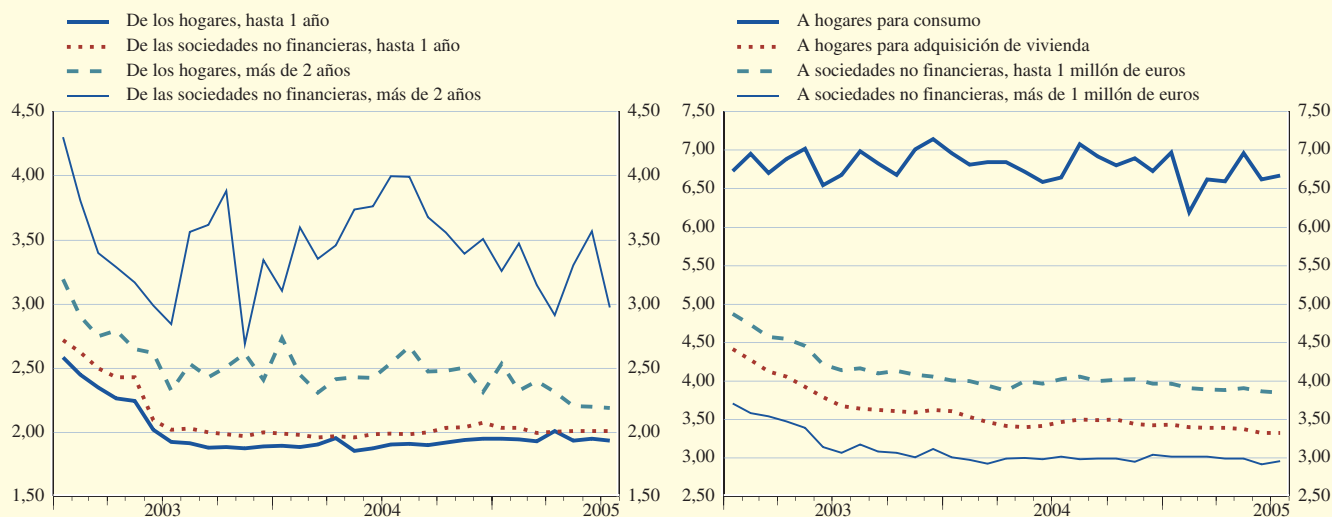
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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 Ene	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	4,63	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
Jul	4,58	4,29	4,64	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29

#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

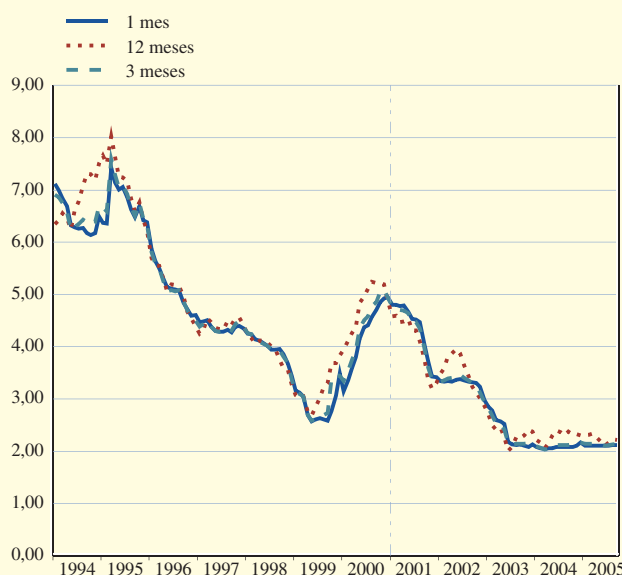
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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 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
III	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
2004 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
Sep	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06

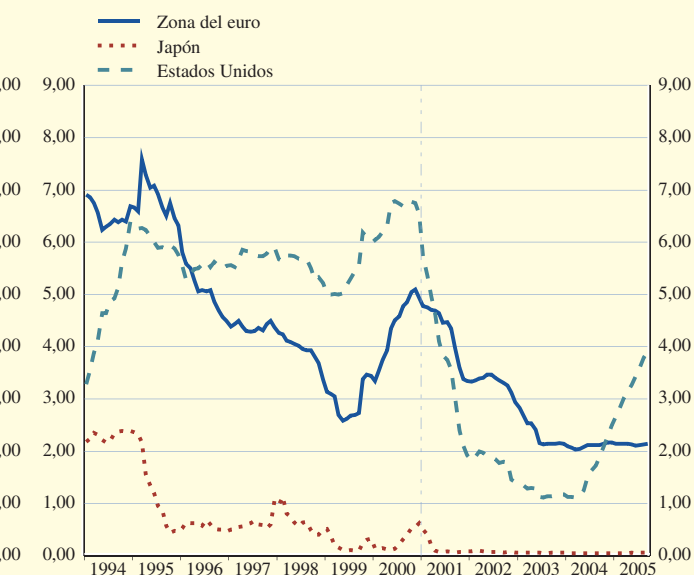
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



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

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

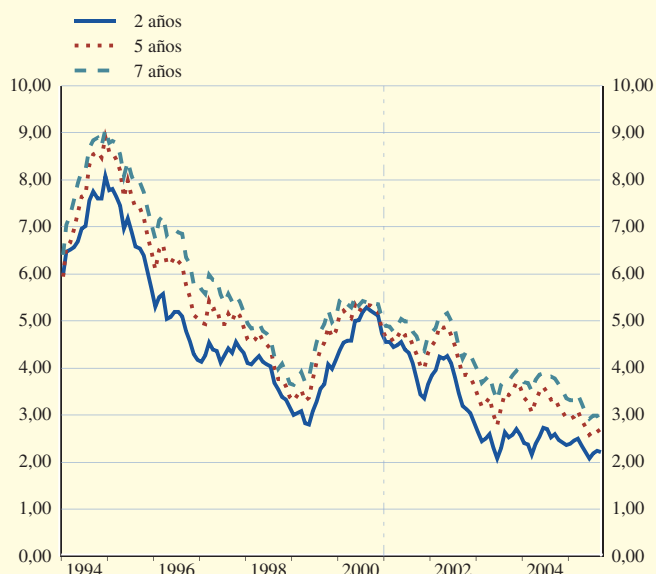
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 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
III	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
2004 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
Sep	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38

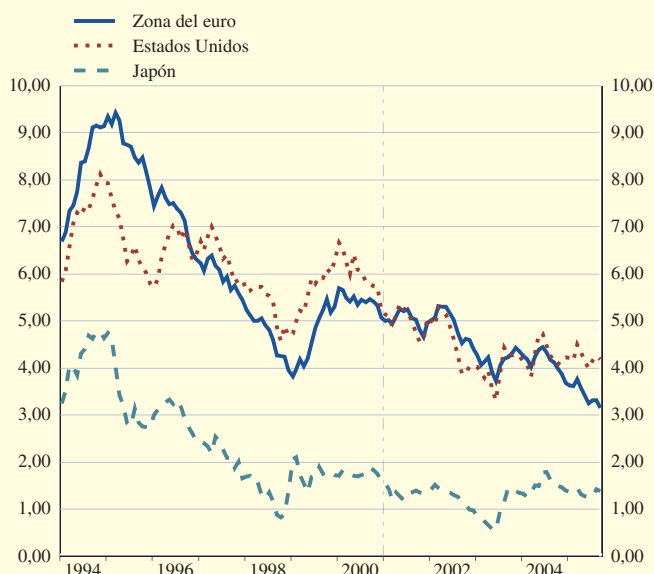
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



## C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

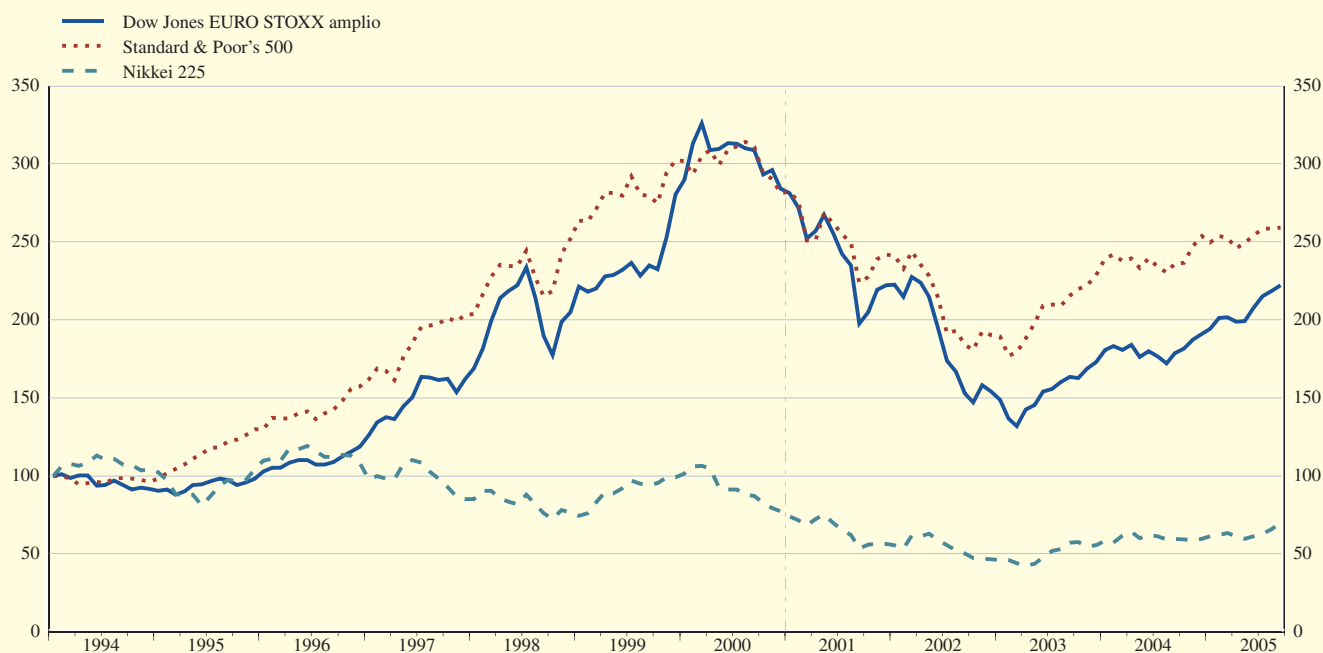
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 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
III	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,8
2004 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
Sep	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 II	115,8	2,3	2,1	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	3,3	0,6
III	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,2	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 Abr	117,9	2,1	1,4	2,1	2,2	0,1	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	0,0	-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	-0,1	2,8	0,3
Ago	118,5	2,2	1,4	2,2	2,3	0,3	0,2	0,4	0,0	1,4	0,2
Sep <sup>2)</sup>	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 II	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
III	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 I	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
II	1,3	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
2005 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	1,5	1,7	1,1	2,6	0,0	11,6	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,5	3,0
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>3)</sup>	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía					
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo									
						Total	Duradero	No duradero							
Total		Total excluida energía													
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,8	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 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	3,5	7,5 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	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
III	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33,5	11,6	50,9
2005 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	1,5	0,7	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
Jul	110,3	4,1	2,9	1,3	2,0	1,2	0,8	1,3	0,7	15,1	-	-	34,1	9,6	48,3
Ago	110,8	4,0	2,9	1,3	1,7	1,2	1,0	1,2	0,9	15,1	-	-	32,4	11,9	52,0
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33,9	13,2	52,2

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

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	3,8	4,0	3,2	3,8	3,6	3,7	2,6
2002	107,4	3,5	3,3	4,1	3,3	4,1	3,5	2,7
2003	110,7	3,1	2,9	3,8	3,1	3,7	3,0	2,4
2004	113,5	2,5	2,3	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1
2004 II	113,2	2,5	2,4	2,7	2,7	2,5	2,4	2,2
III	113,9	2,4	2,3	2,7	2,5	2,7	2,4	2,0
IV	114,6	2,3	1,9	3,3	2,7	2,1	2,0	2,1
2005 I	115,4	3,0	2,5	4,6	3,2	2,4	3,1	2,2
II	116,0	2,3	2,0	3,1	2,3	1,5	2,4	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 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

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



## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,6	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 deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.882,3	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
2004 III	1.909,0	1.874,0	1.091,8	388,9	386,9	6,5	35,0	709,6	674,6
2004 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
2005 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
2004 III	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,5
2004 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
2005 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
2004 III	1,8	2,3	1,0	1,1	1,4	-	-	6,4	7,9
2004 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
2005 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	-	-
2004 III	1,8	2,2	0,6	0,2	0,3	1,1	-0,4	-	-
2004 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	-	-
2005 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 <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.381,7	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 servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) se trata como consumo intermedio que no se distribuye por ramas.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía								Energía
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,8
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,6	-0,1	0,7	2,5	0,1
2004 III	2,9	102,5	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,5	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	-4,0
II	1,1	102,8	0,6	0,7	0,2	-0,3	1,8	0,6	-1,7	1,0	1,3	-0,5
2005 Feb	-1,1	102,2	0,5	0,1	-0,1	0,2	1,4	-0,6	-3,7	-0,1	2,2	-6,0
Mar	-1,7	102,2	0,1	-0,8	-1,0	-0,5	1,9	-1,8	-4,0	-1,4	2,0	-6,3
Abr	2,1	103,0	1,2	2,0	1,8	0,4	3,0	0,9	-0,5	1,2	0,2	-1,3
May	0,1	102,6	0,0	-0,4	-0,9	-0,6	0,4	0,7	-4,1	1,5	1,2	-1,4
Jun	1,2	103,0	0,5	0,4	-0,3	-0,9	2,0	0,3	-0,5	0,4	2,6	1,2
Jul	.	103,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,2	2,0	0,2	-2,2	0,7	2,4	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Feb	-1,5	-	-0,5	-1,1	-1,1	-1,4	-0,5	-0,9	-0,1	-1,0	3,8	-3,8
Mar	-0,6	-	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9	1,3	-0,4	-0,4	-0,4	1,1	-1,6
Abr	2,4	-	0,8	1,9	1,8	1,2	0,0	1,6	2,2	1,5	-5,1	3,7
May	-0,6	-	-0,4	-1,1	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	2,3	-0,2
Jun	0,4	-	0,4	0,6	0,4	0,0	1,1	-0,2	1,4	-0,4	1,6	2,0
Jul	.	-	0,2	-0,1	0,2	0,8	0,1	0,2	-0,6	0,3	-0,1	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes		Precios constantes					Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,2	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,1	105,9	4,9	1,7	103,0	0,9	0,8	0,9	0,8	2,5	922	1,1
2004 III	104,9	7,2	106,6	5,6	1,5	103,0	0,7	0,3	1,0	1,7	2,2	904	-3,4
IV	110,8	9,7	107,2	5,1	1,8	103,2	1,1	1,1	0,9	1,2	2,1	941	3,6
2005 I	106,2	3,0	106,7	2,5	1,9	104,0	1,1	1,0	1,1	0,3	0,7	922	0,4
II	108,5	1,3	110,2	4,2	1,5	103,6	0,5	0,0	0,7	0,5	1,2	937	1,0
2005 Mar	104,9	-0,5	107,0	-0,4	2,5	103,9	1,5	1,5	1,6	3,6	0,6	931	1,7
Abr	107,5	1,8	110,7	4,2	0,3	102,7	-0,8	-2,1	0,0	0,3	0,2	939	1,0
May	107,4	-3,4	107,8	4,9	3,0	104,0	2,1	1,7	2,1	1,6	2,4	893	-4,2
Jun	110,7	5,3	112,1	3,6	1,2	104,0	0,3	0,4	0,1	-0,5	1,1	979	6,1
Jul	109,4	1,7	107,0	0,6	0,5	103,5	-0,2	-1,4	0,4	-0,2	1,3	938	3,0
Ago	.	.	.	.	2,2	104,4	2,0	1,2	2,9	.	.	927	7,4
<i>tasas de variación intermensual</i>													
2005 Mar	-	-0,5	-	0,3	-0,1	-	0,1	-0,1	0,4	1,7	0,3	-	2,2
Abr	-	2,5	-	3,5	-0,1	-	-1,1	-2,0	-0,5	0,2	0,1	-	0,8
May	-	-0,1	-	-2,6	0,8	-	1,2	2,2	0,6	-1,3	0,7	-	-4,8
Jun	-	3,1	-	4,0	0,1	-	0,0	-0,2	0,1	1,1	0,3	-	9,6
Jul	-	-1,2	-	-4,6	-0,5	-	-0,5	-0,8	-0,2	0,0	-0,2	-	-4,2
Ago	-	.	-	.	0,6	-	0,9	0,8	1,1	.	.	-	-1,1

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

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

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

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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,7	-9	-15	13	1	82,7	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,3	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2004 III	100,6	-4	-13	8	9	82,1	-14	-4	-14	30	-8
2004 IV	100,9	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 I	99,0	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
2005 II	96,3	-10	-20	13	3	81,1	-14	-3	-16	31	-7
2005 III	98,0	-8	-18	11	6	.	-15	-5	-18	30	-7
2005 Abr	96,5	-10	-19	13	4	81,1	-13	-3	-14	29	-8
2005 May	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-7
2005 Jun	96,3	-10	-21	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
2005 Jul	97,5	-8	-18	11	4	81,2	-15	-4	-19	30	-9
2005 Ago	97,8	-8	-18	11	6	-	-15	-5	-18	31	-7
2005 Sep	98,6	-7	-17	10	6	-	-15	-5	-16	30	-7

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-9	-15	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	2	-6	1	12
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	12	7	10	18
2004 III	-14	-22	-6	-8	-10	14	0	12	8	11	17
2004 IV	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 I	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2005 II	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	1	8	17
2005 III	-9	-16	-2	-9	-12	14	0	11	4	11	17
2005 Abr	-12	-19	-5	-8	-12	14	1	8	1	6	18
2005 May	-12	-17	-7	-8	-13	11	1	10	1	11	16
2005 Jun	-13	-19	-6	-9	-16	14	2	9	1	8	17
2005 Jul	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	11	18
2005 Ago	-9	-16	-2	-9	-11	14	-1	9	-1	11	18
2005 Sep	-7	-14	0	-8	-12	15	5	11	7	10	16

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,3	25,0	15,2	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134.429	1,5	1,7	0,2	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135.422	0,7	0,9	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,6	2,6	2,0
2003	135.774	0,3	0,3	0,3	-1,9	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136.550	0,6	0,5	1,1	-0,7	-1,7	1,1	0,9	2,5	0,8
2004 II	136.272	0,5	0,4	1,0	-0,8	-1,7	0,7	0,8	2,7	0,7
III	136.573	0,6	0,4	1,5	-0,2	-1,8	2,1	0,8	2,4	0,8
IV	136.812	0,8	0,7	1,3	-0,6	-0,9	1,7	1,1	2,5	0,9
2005 I	136.899	0,8	0,7	1,1	-1,5	-1,2	2,2	0,9	2,3	1,0
II	137.233	0,7	0,7	0,8	-1,4	-1,4	1,6	0,7	2,1	1,3
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 II	0,313	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
III	0,301	0,2	0,0	1,3	0,1	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
IV	0,239	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,2	-0,4	0,1	0,5	0,3
2005 I	0,087	0,1	0,2	-0,9	-1,2	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,5
II	0,334	0,2	0,2	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,5

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11.018	7,9	8.092	6,6	2.925	16,1	5.037	6,3	5.981	9,9
2002	11.737	8,3	8.721	7,0	3.017	16,8	5.509	6,9	6.228	10,1
2003	12.515	8,7	9.397	7,5	3.117	17,6	5.963	7,4	6.552	10,5
2004	12.867	8,9	9.731	7,6	3.136	17,9	6.166	7,6	6.701	10,5
2004 II	12.889	8,9	9.711	7,6	3.178	18,1	6.151	7,6	6.738	10,6
III	12.895	8,9	9.757	7,6	3.138	18,0	6.151	7,5	6.744	10,6
IV	12.857	8,8	9.760	7,6	3.097	17,9	6.260	7,7	6.597	10,3
2005 I	12.843	8,8	9.596	7,5	3.247	18,5	6.206	7,6	6.637	10,4
II	12.698	8,7	9.623	7,5	3.075	17,7	6.167	7,5	6.532	10,2
2005 Mar	12.863	8,8	9.590	7,5	3.273	18,7	6.236	7,6	6.627	10,4
Abr	12.831	8,8	9.668	7,5	3.164	18,1	6.222	7,6	6.610	10,3
May	12.654	8,7	9.655	7,5	2.999	17,3	6.162	7,5	6.492	10,1
Jun	12.609	8,6	9.548	7,4	3.062	17,6	6.116	7,5	6.493	10,1
Jul	12.461	8,5	9.560	7,4	2.901	16,9	6.036	7,4	6.424	10,0
Ago	12.599	8,6	9.650	7,5	2.949	17,1	6.243	7,6	6.357	9,9

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

- Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- En el 2004.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



## FINANZAS PÚBLICAS

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

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro - recursos

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

#### 2. Zona del euro - empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,4	11,1	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1997	-2,7	-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	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,8	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,5
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	11,5
2000	-1,0	-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	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,9	10,4	4,8	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,3	8,3	12,0
2003	-3,0	-2,3	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,5	10,6	5,0	5,3	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,4	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,4	10,5	4,9	5,2	1,8	2,2	8,2	12,1

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,9	-6,1	-0,5	-1,6	0,8	-3,2	6,1	-0,2	0,1	-4,2	5,2
2002	0,0	-3,8	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,1	-2,0	-0,4	-2,8	4,3
2003	0,1	-4,1	-5,7	0,0	-4,2	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,6	1,4	-3,2	-0,6	-2,1	-1,0	-3,0	2,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

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

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,2	2,8	17,6	8,0	45,8	58,7	30,3	10,3	18,1	15,5
1996	75,6	2,8	17,1	7,9	47,7	59,2	31,0	12,0	16,2	16,4
1997	74,7	2,8	16,2	6,6	49,2	56,9	29,5	13,4	14,1	17,8
1998	73,3	2,8	15,1	5,7	49,8	53,5	27,7	14,3	11,5	19,8
1999	72,5	2,9	14,3	4,3	51,0	49,5	26,5	11,4	11,6	23,0
2000	70,1	2,7	13,2	3,7	50,5	44,9	23,4	10,4	11,1	25,2
2001	68,8	2,7	12,5	3,9	49,7	42,8	21,9	9,8	11,0	26,0
2002	68,7	2,7	11,9	4,5	49,6	40,3	20,5	8,9	11,0	28,4
2003	70,1	2,1	12,5	4,9	50,6	39,9	21,0	9,5	9,4	30,2
2004	70,5	2,2	12,0	4,8	51,5	39,4	20,1	9,8	9,5	31,0

### 2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1995	74,2	61,9	5,6	5,9	0,8	13,0	61,2	6,2	18,7	26,7	28,8	72,0	2,2
1996	75,6	63,3	5,9	5,8	0,5	12,3	63,2	5,9	20,1	26,2	29,3	73,4	2,2
1997	74,7	62,6	6,1	5,4	0,6	11,0	63,7	5,5	19,4	26,0	29,4	72,5	2,2
1998	73,3	61,5	6,1	5,3	0,4	9,3	64,0	5,8	16,8	27,0	29,5	71,2	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	27,9	29,4	70,6	1,9
2000	70,1	58,9	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,1	28,5	26,6	68,3	1,8
2001	68,8	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,2	2,1	15,6	26,5	26,7	67,3	1,5
2002	68,7	57,2	6,4	4,8	0,3	8,9	59,8	1,9	16,5	25,3	26,9	67,4	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	9,0	61,1	1,8	15,4	26,5	28,2	69,0	1,0
2004	70,5	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,7	0,8	15,6	26,9	28,0	69,5	0,9

### 3. Países de la zona del euro<sup>6)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,4	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,0	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	95,7	66,4	109,3	46,9	65,1	29,8	106,5	6,6	53,1	64,3	59,4	45,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.
- 6) Los ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).



## 6.3 Variaciones de la deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

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

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3
1997	2,0	-2,7	-0,7	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,2
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,3	0,7	0,0	0,6	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,1	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

Fuente: BCE.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).

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

3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).

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

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

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

10) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

11) Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 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	50,1	49,5	13,8	14,1	16,6	3,0	1,1	0,6	0,3	44,7
2002 I	42,8	42,3	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	49,3	13,7	14,3	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,8
2003 I	42,7	42,2	10,0	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,2	39,1
II	47,0	45,4	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
III	43,8	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,0
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	41,7	9,7	13,1	15,6	1,7	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	49,3	13,2	14,7	16,5	2,9	0,8	1,0	0,4	44,9
2005 I	42,8	42,2	10,2	13,2	15,6	1,5	0,7	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	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	46,1	42,7	10,2	4,1	4,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,0	1,5	-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	24,7	21,3	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,8	1,2
IV	51,9	46,8	11,1	5,7	3,7	26,4	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	-0,1
II	47,6	44,1	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	25,5	21,8	1,5	3,8	2,5	1,3	-3,4	0,2
IV	51,8	47,2	11,2	5,7	3,4	26,9	23,0	1,6	4,6	2,9	1,7	-1,8	1,6
2003 I	47,2	43,7	10,4	4,4	3,6	25,3	21,8	1,2	3,6	1,9	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	-1,4	2,1
III	48,0	44,2	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,2	-0,8
IV	52,1	47,1	11,2	5,7	3,2	27,1	23,2	1,5	5,0	3,3	1,7	-1,9	1,3
2004 I	47,0	43,5	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,4
II	47,4	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,4	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,3
IV	51,7	46,5	11,1	5,7	3,1	26,7	23,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-1,3	1,8
2005 I	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,6	1,1	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,9

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

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



# OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

## 7.1 Balanza de pagos

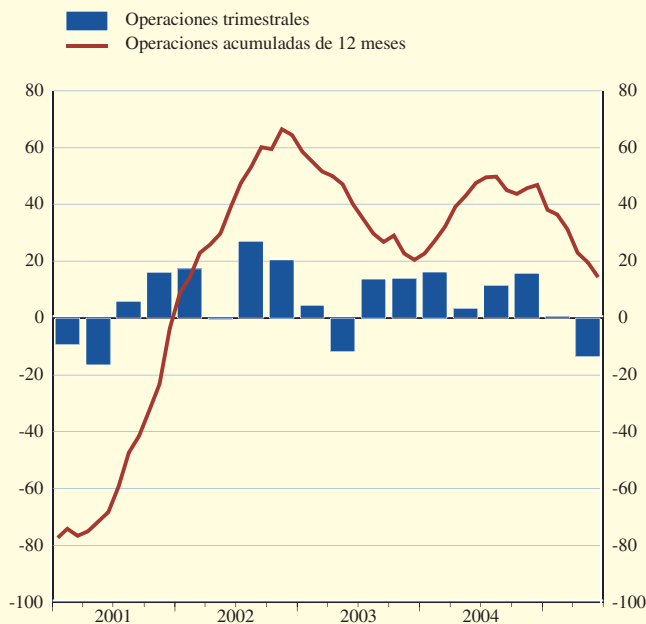
(mm de euros; operaciones netas)

### 1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	46,8	102,7	27,7	-28,0	-55,7	17,4	64,2	-5,5	-78,1	72,8	-1,7	-10,8	12,3	-58,7
2004 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	-13,6	19,8	8,3	-26,0	-15,7	3,9	-9,7	34,9	-11,5	114,3	4,8	-75,4	2,7	-25,2
2004 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	-0,5	8,6	3,2	-6,1	-6,3	1,9	1,4	16,5	-9,9	102,6	5,1	-82,1	0,9	-17,9
Jul	0,2	9,1	3,4	-6,7	-5,6	0,9	1,0	-2,9	-80,1	73,7	0,5	0,8	2,3	1,8
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Jul	6,3	73,5	26,3	-34,4	-59,1	14,7	21,0	61,8	-151,5	265,7	-8,5	-59,4	15,5	-82,8

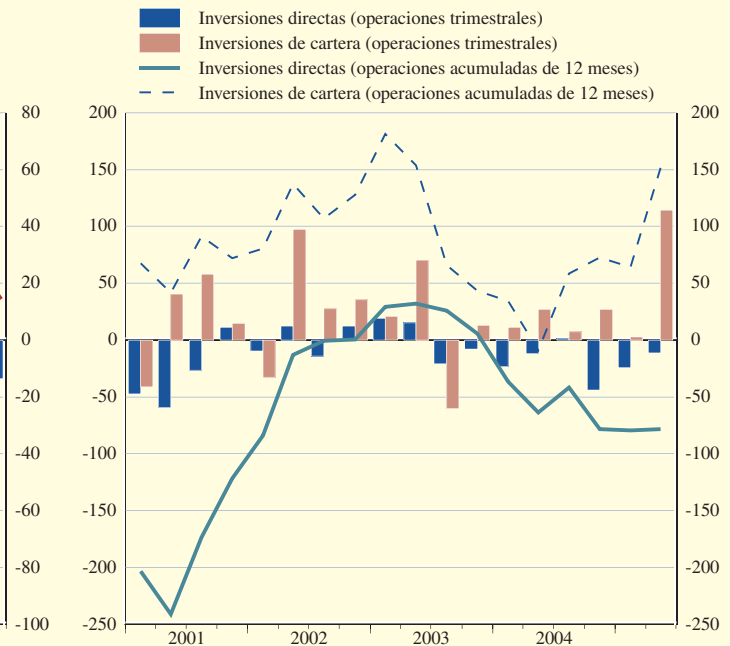
### C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

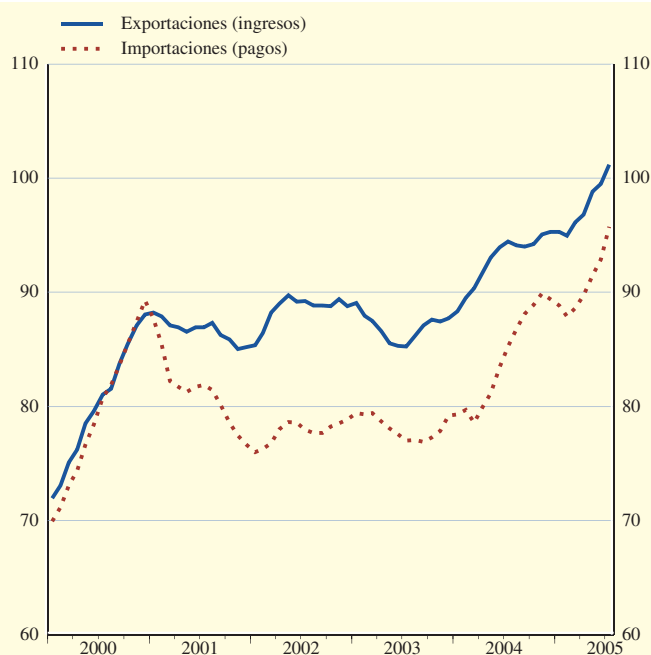
(mm de euros; operaciones)

### 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	489,9	503,4	-13,6	306,6	286,8	89,5	81,1	77,4	103,3	16,5	32,2	5,4	1,5
2005 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	170,3	170,8	-0,5	106,5	97,8	32,1	28,9	26,2	32,3	5,5	11,7	2,4	0,4
Jul	166,7	166,5	0,2	103,5	94,3	35,2	31,9	22,9	29,6	5,1	10,7	1,3	0,5
	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	479,8	478,1	1,7	298,5	278,7	87,3	82,8	72,2	83,3	21,8	33,4	.	.
2004 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	159,4	160,4	-1,0	99,9	93,4	30,1	28,7	22,5	26,9	6,9	11,4	.	.
Jul	164,8	170,7	-5,9	102,6	100,4	31,7	29,9	23,9	30,0	6,6	10,4	.	.

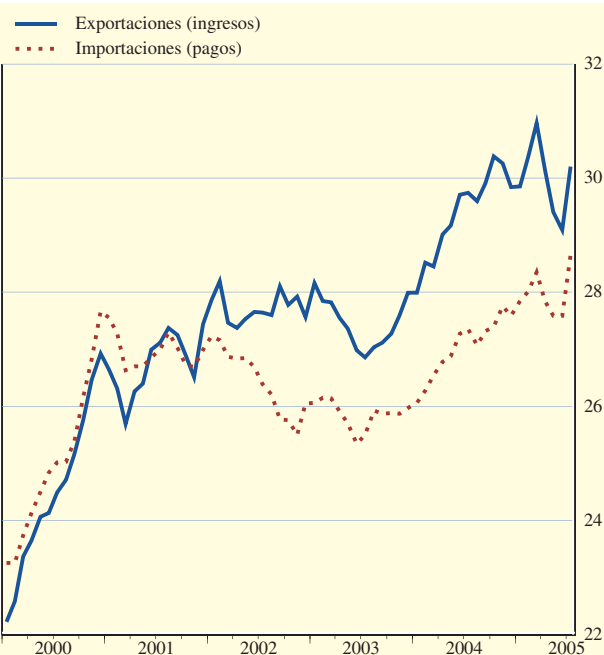
### C28 Bienes

(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	-29,5	-23,1	-2,7	-20,4	-6,4	0,0	-6,4	18,0	4,9	0,7	4,2	13,2	0,2	13,0
2004 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	-22,3	-19,5	-0,8	-18,7	-2,8	0,0	-2,8	12,4	-1,8	0,2	-2,0	14,2	0,0	14,2
Jul	-82,5	-75,0	-2,7	-72,2	-7,5	0,0	-7,5	2,4	3,9	0,2	3,8	-1,6	0,0	-1,6

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Pasivos	Activos				Pasivos
			AAPP		Eurosistema			AAPP	Eurosistema		AAPP	Otros sectores			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,9	-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	-14,0	.	36,5	-0,7	-32,6	-42,6	.	162,5	-0,4	-11,6	-3,0	.	-2,2
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	-0,1	-	57,3	0,3	-8,7	-20,7	-	75,8	-0,1	4,0	0,5	-	-10,3
2005 Jul	-0,1	-3,5	-11,1	-	104,8	0,3	-1,8	-17,3	-	1,2	-0,6	0,4	-1,1	-	2,4

### 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	83,1	-1,2	0,6	-8,9	-10,0	-1,8	-97,6	42,2	-20,9	24,0	-76,7	18,2	-50,9	11,6	42,0
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	2,6	-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	-53,8	-0,5	0,9	-3,0	-6,1	-0,1	-18,7	-69,1	-5,9	13,0	-12,8	-82,1	-6,1	6,5	14,5
2005 Jul	-39,7	40,4	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,3	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-4,6	-4,8	-0,8

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e instrumento

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

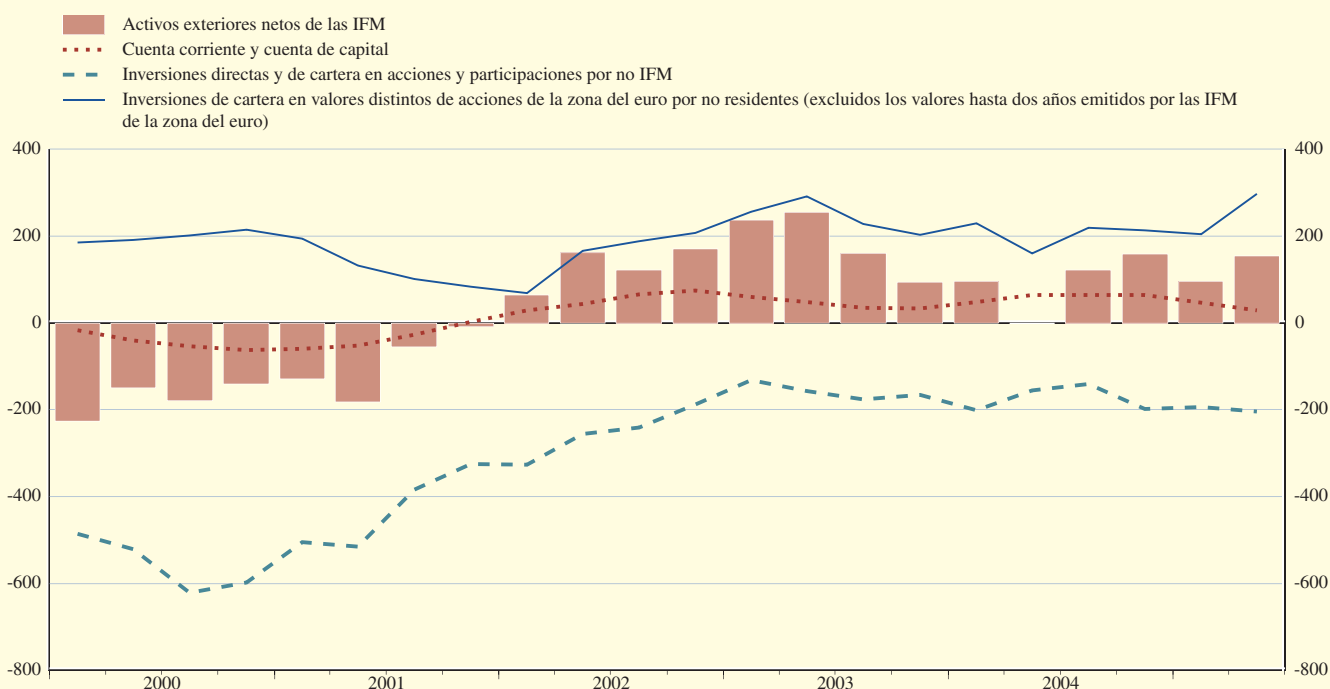
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
2004 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	-26,5
II	-9,7	-26,8	17,8	-59,6	10,6	165,6	-59,8	40,2	4,8	-25,2	57,9	59,8
2004 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	20,5
Nov	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,3
Dic	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,4
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	-22,7
Abr	-9,8	-11,0	7,3	-14,9	-57,2	59,0	-21,6	26,4	-0,6	27,6	5,1	2,1
May	-1,3	5,6	-1,8	-24,4	14,2	30,8	-29,0	-0,6	0,4	-34,9	-41,1	-39,4
Jun	1,4	-21,5	12,4	-20,2	53,6	75,8	-9,2	14,4	5,1	-17,9	93,9	97,1
Jul	1,0	-79,8	2,4	-29,5	111,8	2,3	-5,2	-0,5	0,5	1,8	4,9	6,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2005 Jul	21,0	-211,2	76,4	-219,0	258,4	310,6	-114,3	92,1	-8,5	-82,8	122,6	162,1

## 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
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.845,1	679,8	37,6	60,1	368,4	155,8	58,0	24,6	48,7	126,6	312,7	652,7
Bienes	1.141,8	399,9	25,7	42,4	204,4	127,2	0,3	14,7	32,9	66,5	172,4	455,5
Servicios	361,2	127,4	6,8	9,6	89,7	17,1	4,2	4,8	10,5	35,5	73,6	109,4
Renta	261,3	93,2	4,7	7,6	65,4	10,1	5,3	4,5	5,0	18,4	60,1	80,1
de la cual: rentas de la inversión	246,2	88,3	4,6	7,5	63,9	10,0	2,4	4,4	5,0	12,2	58,4	77,9
Tranferencias corrientes	80,8	59,4	0,4	0,5	9,0	1,3	48,2	0,6	0,3	6,2	6,6	7,7
<b>Cuenta de capital</b>	23,2	20,8	0,0	0,0	0,6	0,1	20,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.813,7	602,4	34,1	57,5	291,1	131,6	88,0	19,0	83,8	120,8	267,3	720,6
Bienes	1.052,2	312,7	24,3	38,9	143,9	105,7	0,0	8,6	51,7	52,5	112,8	513,9
Servicios	332,6	98,8	5,8	7,3	65,4	20,1	0,2	4,9	7,1	30,2	73,7	117,9
Renta	287,2	96,5	3,8	10,5	74,0	4,3	4,0	3,8	24,6	32,8	71,6	57,9
de la cual: rentas de la inversión	280,7	93,3	3,7	10,4	73,1	2,2	4,0	3,7	24,5	32,3	70,7	56,2
Tranferencias corrientes	141,7	94,4	0,3	0,9	7,7	1,6	83,9	1,7	0,3	5,2	9,2	30,9
<b>Cuenta de capital</b>	8,0	0,9	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	6,4
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	31,3	77,5	3,5	2,5	77,3	24,1	-30,0	5,6	-35,1	5,8	45,4	-67,9
Bienes	89,5	87,2	1,4	3,5	60,4	21,6	0,2	6,1	-18,8	14,0	59,5	-58,4
Servicios	28,6	28,7	1,1	2,2	24,3	-2,9	4,0	-0,1	3,4	5,3	-0,1	-8,6
Renta	-26,0	-3,4	0,9	-2,9	-8,6	5,8	1,4	0,7	-19,6	-14,5	-11,5	22,3
de la cual: rentas de la inversión	-34,6	-5,0	0,9	-2,9	-9,2	7,8	-1,6	0,7	-19,5	-20,1	-12,3	21,7
Tranferencias corrientes	-60,9	-35,0	0,1	-0,3	1,3	-0,3	-35,7	-1,1	0,0	1,0	-2,5	-23,1
<b>Cuenta de capital</b>	15,2	19,9	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,0	0,8	-5,5

#### 2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-79,2	-26,9	5,3	-1,3	-26,4	-4,5	0,0	-4,9	-6,1	12,0	12,6	-43,5	-22,5
En el exterior	-163,4	-70,2	2,0	-6,6	-55,1	-10,5	0,0	0,6	-10,3	3,4	-3,6	-52,1	-31,2
Acc. y particip/beneficios reinv.	-161,4	-63,1	-0,8	-2,3	-44,8	-15,2	0,0	1,2	-8,4	0,4	-18,9	-51,5	-21,2
Otro capital	-2,0	-7,1	2,9	-4,3	-10,3	4,6	0,0	-0,6	-1,9	3,0	15,3	-0,7	-10,0
En la zona del euro	84,2	43,3	3,3	5,3	28,7	6,0	0,0	-5,5	4,2	8,5	16,2	8,7	8,8
Acc. y particip/beneficios reinv.	73,7	38,6	0,6	4,2	32,8	1,0	0,0	-6,5	1,2	7,4	18,8	12,0	2,3
Otro capital	10,5	4,7	2,7	1,1	-4,1	5,0	0,0	1,0	3,0	1,2	-2,6	-3,3	6,5

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-311,5	-126,1	-2,9	-5,1	-95,0	-15,6	-7,5	-4,8	-41,8	-4,9	-43,3	-50,6	-40,0
Acciones y participaciones	-91,9	-22,4	3,0	-1,3	-21,9	-2,0	-0,1	-1,7	-18,8	-4,3	-18,4	-16,3	-10,0
Valores distintos de acciones	-219,6	-103,6	-5,8	-3,8	-73,1	-13,6	-7,3	-3,1	-23,0	-0,7	-24,9	-34,3	-30,0
Bonos y obligaciones	-182,6	-84,4	-4,2	-4,2	-55,4	-13,3	-7,3	-3,2	-9,7	-0,1	-42,6	-10,9	-31,7
Inst. del mercado monetario	-37,0	-19,2	-1,6	0,4	-17,7	-0,3	0,0	0,1	-13,3	-0,6	17,7	-23,4	1,8

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

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
II 2004 a I 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	45,1	-23,6	-0,2	-8,7	-19,7	-3,4	8,4	1,7	22,7	6,2	24,8	-3,1	-0,8	17,2
Activos	-281,9	-234,2	-4,2	-16,8	-194,9	-17,9	-0,4	-0,3	17,8	-22,7	-12,8	-15,4	-2,9	-11,3
AAPP	3,2	1,5	-0,3	0,1	2,0	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-1,6	3,3
IFM	-229,9	-180,3	-4,7	-13,9	-144,4	-17,6	0,3	0,3	17,8	-24,9	-18,3	-1,3	-1,2	-21,9
Otros sectores	-55,3	-55,4	0,7	-3,0	-52,5	-0,6	0,0	-0,6	0,0	2,2	5,1	-13,8	-0,1	7,3
Pasivos	327,1	210,6	4,0	8,0	175,2	14,5	8,9	2,1	4,9	28,9	37,6	12,4	2,1	28,5
AAPP	3,9	1,3	0,0	0,0	-1,0	0,0	2,2	0,0	-0,7	3,0	-0,4	0,0	-0,3	1,0
IFM	296,2	191,8	4,2	6,5	164,2	12,8	4,0	1,1	4,2	15,8	26,0	11,8	2,6	43,0
Otros sectores	27,0	17,5	-0,2	1,5	12,0	1,7	2,6	0,9	1,3	10,1	12,0	0,6	-0,1	-15,4

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

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

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

### 1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 II	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
III	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
IV	-874,1	-11,5	58,1	-959,5	-14,4	-239,0	280,7
2005 I	-931,4	-11,8	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				Pasivos	Valores distintos de acciones													
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario								
	Activos					Activos					Pasivos								
	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM			Eurosistema		IFM excluido Eurosistema		No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores					AAPP	Otros sectores			AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15					
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5				
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7				
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4				
2004 II	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1				
III	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9				
IV	1,7	76,3	15,9	1.107,7	1.782,3	6,1	546,2	10,1	895,1	1.902,5	1,0	219,3	0,5	53,8	208,4				
2005 I	1,7	106,0	15,9	1.144,4	1.861,1	5,9	588,1	9,3	934,6	1.997,6	0,5	214,0	4,1	58,0	252,2				

Fuente: BCE.

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

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

#### 4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP								
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3	
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5	
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8	
2004 II	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5	
III	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3	
IV	4,6	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	
III	1.946,2	29,1	2.437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0	
IV	1.955,2	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 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
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
Ago	295,6	135,2	380,520	4,2	14,2	142,0	9,1	29,1	104,1	-	-	-	-0,3	0,0	24,0	-18,1
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 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
Jul	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
Ago	39,5	8,2	23,145	0,2	0,0	31,1	2,3	6,7	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2

Fuente: BCE.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,7	506,0	235,2	289,2	932,4	1.016,7	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	984,5	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,2	500,8	222,8	300,4	925,3	989,6	553,9	164,2	240,9	715,9	109,0
2004	8,7	9,0	1.145,8	540,9	242,4	310,2	988,4	1.072,4	597,1	179,2	252,4	760,7	128,2
2004 I	4,8	0,0	278,3	131,0	59,1	76,0	241,6	254,0	138,4	42,2	62,6	183,3	26,3
II	11,9	9,3	286,8	134,7	60,1	78,8	246,2	263,4	145,9	44,9	62,6	186,5	29,3
III	8,9	14,5	288,8	137,2	60,9	78,0	249,2	276,0	155,9	45,2	63,1	193,3	36,2
IV	8,9	12,5	291,9	138,1	62,3	77,3	251,5	279,1	156,9	46,9	64,0	197,6	36,5
2005 I	3,6	8,9	291,9	137,5	61,8	77,3	255,3	278,5	154,8	44,8	63,5	197,1	36,0
II	6,5	10,9	301,7	142,2	63,2	80,2	258,1	291,0	162,5	48,0	64,2	201,0	39,8
2005 Feb	3,9	8,4	96,8	45,6	20,3	25,5	83,5	91,9	50,4	14,6	20,9	65,2	11,0
Mar	0,8	7,7	97,8	46,0	20,8	26,0	85,9	94,0	53,9	15,1	21,5	66,5	13,7
Abr	5,0	10,9	99,6	47,3	20,9	26,3	85,7	96,5	53,5	16,4	21,1	66,4	13,4
May	7,5	13,5	101,2	47,4	20,9	26,6	86,8	97,6	54,7	15,6	21,7	67,7	13,0
Jun	7,0	8,4	100,9	47,5	21,3	27,3	85,6	97,0	54,3	16,1	21,4	66,9	13,4
Jul	3,6	10,5	101,8	47,0	22,1	27,4	88,8	100,9	56,3	16,4	22,8	71,0	13,8
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,6	107,8	105,4	99,1	99,3	96,3	100,6	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,0	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	114,8	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,6	6,3	117,9	113,9	118,7	118,6	117,2	107,7	102,6	105,7	116,7	106,1	104,5
2004 I	7,7	4,9	116,0	112,3	116,2	117,2	115,7	106,3	101,6	99,7	116,6	103,7	101,5
II	11,4	6,1	117,9	113,7	117,5	120,1	116,7	106,5	101,6	105,0	116,0	104,1	99,3
III	7,6	8,2	117,9	114,7	118,5	119,0	117,5	108,7	104,1	105,9	115,9	106,9	113,0
IV	7,6	6,0	119,7	115,0	122,6	118,2	118,9	109,6	103,0	112,0	118,3	109,7	104,3
2005 I	1,5	2,6	119,1	113,6	121,8	117,8	120,0	109,9	102,4	108,5	116,9	109,3	106,3
II	4,7	4,8	122,0	116,3	124,1	121,3	120,8	111,1	102,6	114,8	117,9	110,8	101,4
2005 Feb	1,5	2,2	118,8	113,0	120,0	116,6	118,0	108,8	99,7	106,0	115,7	108,4	97,4
Mar	-1,3	0,0	119,2	113,2	123,5	118,4	120,7	109,7	104,2	109,0	118,7	110,1	112,3
Abr	3,1	3,9	121,1	116,0	123,1	119,9	120,3	111,3	101,8	118,4	117,0	110,6	102,4
May	6,2	8,6	123,2	117,1	123,6	120,9	122,2	113,2	105,5	112,4	119,4	112,2	105,2
Jun	4,9	2,0	121,6	115,7	125,6	123,1	119,9	108,9	100,4	113,6	117,2	109,6	96,7
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	102,8	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	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,6
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	94,0	98,8	95,3	93,4	92,2	92,5	97,2	94,9	84,4
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,7	97,2	93,3	97,8	96,2	96,0
III	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,8	96,7	99,2	101,3	93,3	98,6	97,1	104,2
IV	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,6	96,5	99,5	103,1	91,4	98,1	96,7	113,9
2005 I	2,1	6,0	97,7	98,4	93,8	99,9	97,0	99,0	102,3	90,1	98,4	96,9	110,4
II	1,7	5,8	98,7	99,4	94,1	100,6	97,5	102,3	107,3	91,4	98,6	97,4	128,0
2005 Feb	2,4	6,1	97,5	98,4	93,8	99,7	96,9	99,0	102,5	90,3	98,3	96,9	110,8
Mar	2,2	7,7	98,2	99,0	93,5	100,4	97,4	100,5	105,0	90,9	98,6	97,3	119,6
Abr	1,9	6,7	98,5	99,4	94,3	100,2	97,5	101,6	106,7	90,6	97,9	96,7	128,2
May	1,2	4,5	98,2	98,8	93,8	100,3	97,2	101,0	105,3	90,7	98,6	97,1	120,7
Jun	2,0	6,2	99,3	100,0	94,2	101,2	97,8	104,3	109,8	92,7	99,2	98,3	135,2
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

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

### 2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2001	1.062,7	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,4
2002	1.084,1	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,7
2003	1.059,2	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,5	37,9	99,9
2004	1.145,8	25,5	41,6	203,3	126,8	35,6	66,2	31,8	173,5	40,3	33,1	149,8	63,6	40,2	114,6
2004 I	278,3	6,1	10,0	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,2	9,6	27,6
II	286,8	6,3	10,3	50,8	31,4	9,0	16,3	8,2	43,9	10,6	8,0	36,9	15,8	9,9	29,2
III	288,8	6,5	10,5	51,5	31,3	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,5	16,7	10,2	27,3
IV	291,9	6,6	10,7	51,3	32,8	9,2	17,1	7,7	43,8	10,1	8,2	37,6	15,9	10,5	30,4
2005 I	291,9	6,6	10,9	50,0	33,0	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	39,0	17,0	11,0	27,1
II	301,7	6,9	11,1	50,0	34,0	10,6	16,8	8,1	45,4	9,9	8,4	40,4	17,0	11,1	31,9
2005 Feb	96,8	2,2	3,6	16,7	10,9	3,2	5,6	2,6	14,4	3,4	2,8	12,5	5,5	3,7	9,9
Mar	97,8	2,2	3,7	16,6	10,9	3,4	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	9,1
Abr	99,6	2,3	3,7	16,6	11,4	3,4	5,6	2,7	15,0	3,2	2,9	13,8	5,6	3,9	9,5
May	101,2	2,3	3,7	16,9	11,3	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,0	3,7	10,9
Jun	100,9	2,3	3,6	16,6	11,4	3,6	5,5	2,6	15,2	3,3	2,8	13,3	5,4	3,6	11,5
Jul	101,8	2,2	3,6	17,3	11,4	3,4	5,7	2,8	14,8	3,6	2,8	14,4	5,9	4,0	9,7
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	10,0
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2001	1.016,7	22,0	35,6	154,6	88,8	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	82,9
2002	984,5	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	80,8
2003	989,6	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,4	68,9	39,8	84,0
2004	1.072,4	24,4	39,4	142,0	107,5	56,2	53,5	22,8	113,7	92,0	53,6	163,2	72,2	44,9	87,1
2004 I	254,0	6,0	9,4	34,1	27,1	12,3	12,8	5,0	26,4	20,7	13,5	36,3	16,5	10,7	23,2
II	263,4	5,8	9,8	34,6	26,4	13,4	13,2	5,6	29,7	22,4	13,0	40,7	17,2	10,9	20,7
III	276,0	6,2	10,1	37,1	26,5	14,6	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	42,9	18,9	11,6	22,1
IV	279,1	6,3	10,1	36,2	27,5	15,9	13,8	6,1	28,8	25,2	13,5	43,2	19,6	11,7	21,1
2005 I	278,5	6,1	10,0	35,5	27,1	16,7	13,5	6,2	29,0	26,5	13,0	40,4	20,1	12,0	22,5
II	291,0	6,4	10,2	36,3	28,9	17,4	14,3	5,8	29,7	27,5	12,5	45,6	21,6	11,8	23,0
2005 Feb	91,9	2,0	3,3	11,8	9,1	5,8	4,4	2,0	9,6	8,7	4,2	13,9	6,4	4,0	6,7
Mar	94,0	2,1	3,3	12,0	8,7	6,0	4,5	2,1	9,8	9,2	4,5	13,6	7,3	4,0	6,9
Abr	96,5	2,1	3,4	12,4	9,4	5,7	4,6	2,0	9,9	8,9	4,1	14,7	7,0	3,9	8,3
May	97,6	2,3	3,4	12,1	9,9	5,9	4,8	2,1	9,9	9,4	4,3	14,9	7,5	3,9	7,2
Jun	97,0	2,0	3,3	11,8	9,6	5,8	4,9	1,8	9,9	9,3	4,1	16,0	7,1	3,9	7,4
Jul	100,9	2,0	3,4	12,4	10,1	5,6	4,9	1,9	9,8	9,8	4,3	15,5	7,8	4,1	9,2
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,7	4,2	8,1
<b>Saldo</b>															
2001	46,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,1	-10,2	-13,6	8,9	10,5
2002	99,6	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,9
2003	69,5	1,1	1,8	55,9	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-6,0	-9,3	-1,8	16,0
2004	73,4	1,2	2,2	61,3	19,3	-20,7	12,7	9,0	59,8	-51,7	-20,6	-13,4	-8,6	-4,6	27,5
2004 I	24,4	0,1	0,6	15,6	4,1	-4,3	2,7	2,9	16,2	-10,9	-5,1	0,5	-1,4	-1,1	4,4
II	23,4	0,5	0,6	16,2	5,1	-4,4	3,1	2,6	14,2	-11,8	-5,0	-3,9	-1,3	-1,0	8,5
III	12,8	0,2	0,4	14,4	4,9	-5,3	3,5	1,9	14,4	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	5,2
IV	12,8	0,3	0,6	15,1	5,3	-6,7	3,3	1,6	15,0	-15,2	-5,3	-5,6	-3,7	-1,2	9,3
2005 I	13,3	0,5	0,9	14,4	5,9	-7,0	4,0	1,7	14,5	-16,3	-4,5	-1,4	-3,1	-1,0	4,6
II	10,7	0,5	0,9	13,7	5,1	-6,8	2,5	2,3	15,7	-17,7	-4,1	-5,1	-4,6	-0,6	8,9
2005 Feb	4,9	0,3	0,3	4,9	1,8	-2,6	1,2	0,5	4,8	-5,4	-1,4	-1,4	-1,0	-0,3	3,2
Mar	3,8	0,1	0,4	4,7	2,1	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,6	-1,6	-0,8	-1,3	-0,4	2,2
Abr	3,2	0,2	0,3	4,1	2,0	-2,3	1,0	0,8	5,1	-5,6	-1,2	-0,9	-1,5	0,0	1,2
May	3,6	0,1	0,3	4,8	1,3	-2,4	0,9	0,6	5,2	-6,1	-1,6	-1,6	-1,5	-0,2	3,6
Jun	3,9	0,3	0,3	4,8	1,8	-2,1	0,6	0,8	5,4	-5,9	-1,3	-2,7	-1,6	-0,4	4,0
Jul	1,0	0,2	0,2	4,9	1,4	-2,2	0,8	0,8	5,0	-6,2	-1,5	-1,1	-1,9	0,0	0,5

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



## TIPOS DE CAMBIO

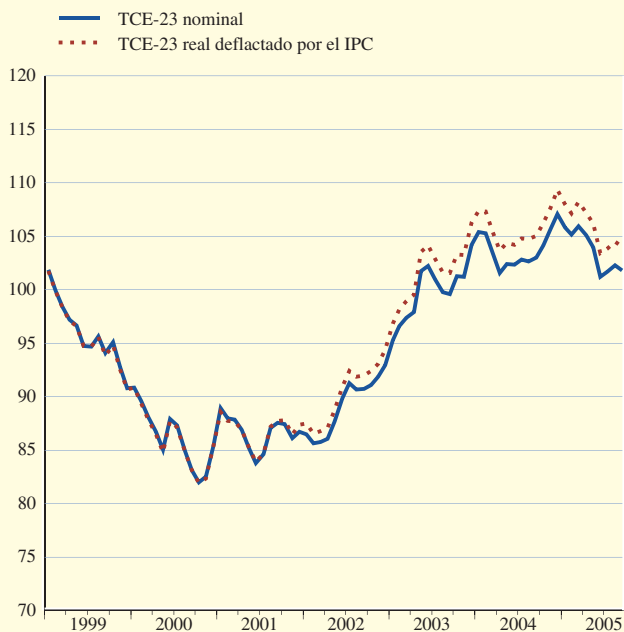
### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	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	90,3	91,9	90,2	86,4	87,9	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	97,2	99,0	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,3	105,4	102,6	103,1	111,0	105,4
2004 III	102,8	104,9	104,4	104,5	100,8	102,2	110,1	104,5
IV	105,7	107,7	106,7	107,0	104,6	104,6	113,0	107,1
2005 I	105,7	107,8	107,1	107,0	103,3	104,3	112,6	106,5
II	103,4	105,6	104,4	104,8	100,7	102,7	110,1	104,1
III	101,9	104,1	102,8	.	.	.	108,3	102,3
2004 Sep	103,0	105,0	104,5	-	-	-	110,3	104,6
Oct	104,2	106,2	105,3	-	-	-	111,5	105,8
Nov	105,6	107,6	106,5	-	-	-	113,1	107,1
Dic	107,1	109,3	108,3	-	-	-	114,4	108,5
2005 Ene	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9
Feb	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
Mar	106,0	108,2	107,4	-	-	-	112,9	106,8
Abr	105,1	107,2	106,0	-	-	-	111,9	105,8
May	104,0	106,2	104,7	-	-	-	110,6	104,6
Jun	101,2	103,5	102,3	-	-	-	107,6	101,9
Jul	101,7	103,8	102,6	-	-	-	108,0	102,0
Ago	102,3	104,5	103,2	-	-	-	108,7	102,7
Sep	101,8	104,0	102,7	-	-	-	108,2	102,2
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2005 Sep	-0,5	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,5
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2005 Sep	-1,2	-1,0	-1,7	-	-	-	-1,9	-2,3

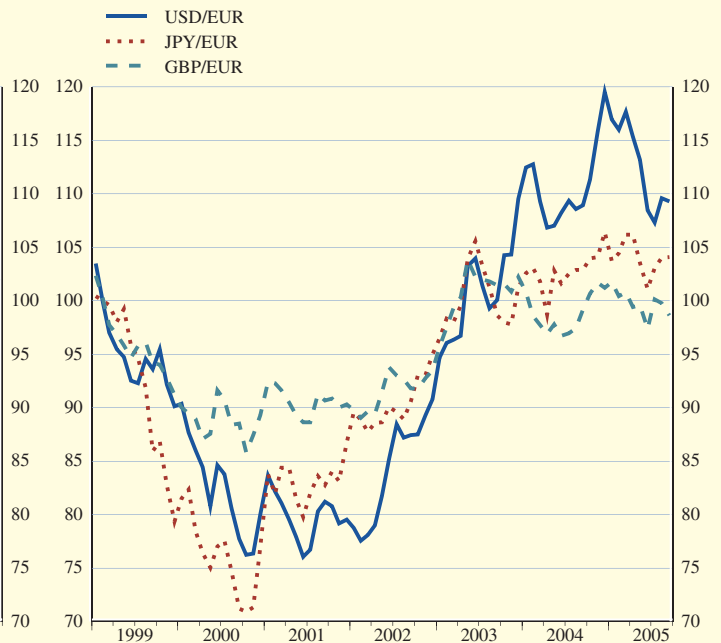
### C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



### C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
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
III	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1.255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
2005 Mar	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
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
Sep	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1.261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Sep	0,0	-0,1	-1,1	-0,3	0,1	-0,2	0,5	-0,4	0,8	-2,5	-1,4	-0,8
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Sep	0,3	2,7	-0,5	0,3	1,2	0,4	-10,1	-0,2	-0,6	-8,3	-6,6	-8,0
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano <sup>1)</sup> 24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31,270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
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
III	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
2005 Mar	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36,292
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
Sep	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Sep	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-3,2	0,0	-0,6	0,0	0,2
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Sep	-7,2	0,0	-0,7	5,3	0,0	-0,7	0,4	-10,5	-0,2	-4,0	0,0	-
	Yuan renminbi chino <sup>2)</sup> 25	Kuna croata <sup>2)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>2)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>2)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>2)</sup> 31	Rublo ruso <sup>2)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>2)</sup> 34	Nueva lira turca <sup>3)</sup> 35	
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	
2005 I	10,8536	7,5081	80,67	12.165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
II	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
III	9,9250	7,3728	77,64	12.216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
2005 Mar	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
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	
Sep	9,9177	7,4384	76,15	12.542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Sep	-0,4	0,9	-2,8	2,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,7	-2,0	-0,6	-0,6	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Sep	-1,9	0,1	-13,1	11,8	-0,5	-5,5	0,1	-2,6	-2,5	-0,7	-	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.





## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IAPC</b>													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 IV	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2005 I	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,6	0,7	1,7
II	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,4	0,5	1,9
2005 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	2,1	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
Ago	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,0	2,4
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,7	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,6
2003	-12,5	1,0	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,3	1,7	-4,1	-1,0	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,1
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,3	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>													
2005 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
Ago	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
<b>Tipos de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>													
2005 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
Ago	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
<b>PIB real</b>													
2003	3,2	0,7	6,7	1,9	7,2	10,5	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,4	7,8	3,7	8,3	7,0	4,2	0,4	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 IV	4,6	3,0	6,8	3,4	8,4	6,5	4,1	-1,1	3,7	3,2	5,8	2,7	2,5
2005 I	4,7	1,9	6,9	3,8	7,4	4,6	3,8	0,2	3,8	2,8	5,1	2,2	1,7
II	5,1	.	.	3,5	11,6	7,1	4,0	2,4	1,0	4,7	5,1	2,1	1,5
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	6,9	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-5,0	-11,3	-5,9	-8,4	-8,6	-1,1	-2,5	-3,1	8,3	-1,8
2004 III	-7,4	2,5	-4,4	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,3	-0,7	-1,7	-3,9	8,8	-2,7
IV	-7,8	0,5	-16,3	-12,7	-7,1	-2,4	-7,1	-18,1	0,5	-3,8	-3,6	7,0	-0,9
2005 I	2,9	4,3	-9,5	-13,6	-9,2	-3,7	-6,7	-10,0	1,5	-1,7	-1,9	8,5	-1,4
<b>Costes laborales unitarios</b>													
2003	7,6	2,0	4,9	-	5,6	1,5	7,4	-	.	4,7	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	3,0	-	8,8	.	.	-	3,0	3,8	2,1	.	2,0
2004 IV	0,7	0,3	2,9	-	-	.	-	-	.	-	5,1	-0,4	1,3
2005 I	-0,2	1,9	3,1	-	-	.	-	-	.	-	5,7	2,6	5,0
II	0,7	.	2,4	-	-	.	-	-	.	-	3,6	0,0	3,1
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	4,9
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	8,0	5,1	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,1	5,7	16,1	6,3	4,6
II	7,8	5,0	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,7	17,8	5,8	15,5	.	4,7
2005 Abr	7,9	5,1	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	4,7
May	7,8	5,0	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,7	17,8	5,8	15,5	.	4,7
Jun	7,8	5,0	7,8	5,3	9,0	7,8	6,3	6,6	17,7	5,8	15,4	.	4,6
Jul	7,7	4,9	7,6	5,3	8,9	7,7	6,4	6,5	17,6	5,8	15,3	.	.
Ago	7,7	4,8	7,4	5,5	8,8	7,5	6,4	6,4	17,5	5,8	15,2	.	.

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

1) Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

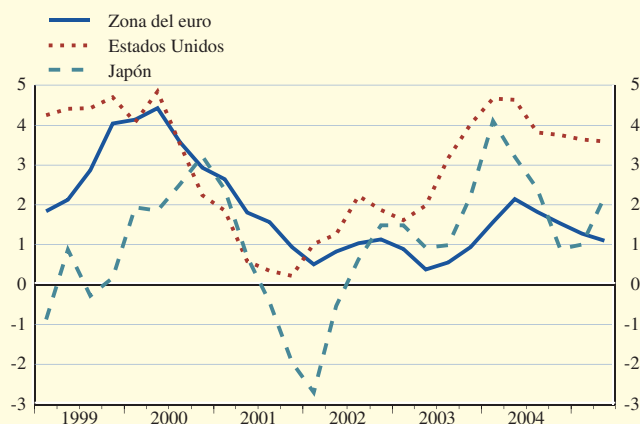
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
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	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 III	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,6	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	4,3	3,6	3,3	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	.	.
III	.	.	.	.	.	.	3,77	4,21	1,2199	.	.
2005 May	2,8	.	.	3,1	5,1	4,7	3,27	4,14	1,2694	.	.
Jun	2,5	.	.	3,6	5,0	5,1	3,43	4,00	1,2165	.	.
Jul	3,2	.	.	2,9	5,0	5,4	3,61	4,16	1,2037	.	.
Ago	3,6	.	.	3,0	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	3,91	4,19	1,2256	.	.
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 III	-0,1	-5,7	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 Q1	-0,2	-1,0	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
II	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,06	1,36	135,62	.	.
2005 May	0,2	1,1	.	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	.	.
Jun	-0,5	0,6	.	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	.	.
Jul	-0,3	.	.	-2,3	.	1,7	0,06	1,26	134,75	.	.
Ago	-0,3	.	.	1,6	.	1,7	0,06	1,43	135,98	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	0,06	1,38	136,06	.	.

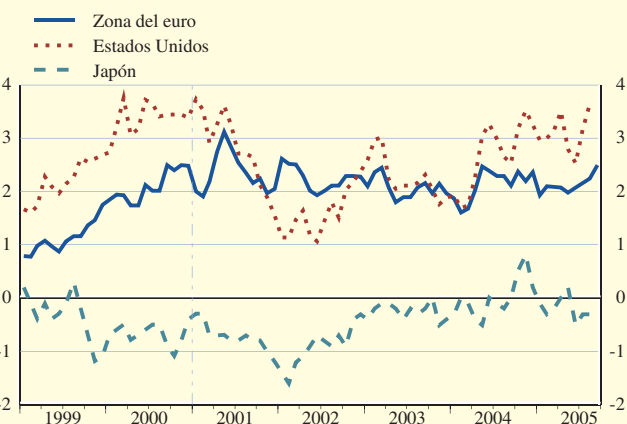
### C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C34 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

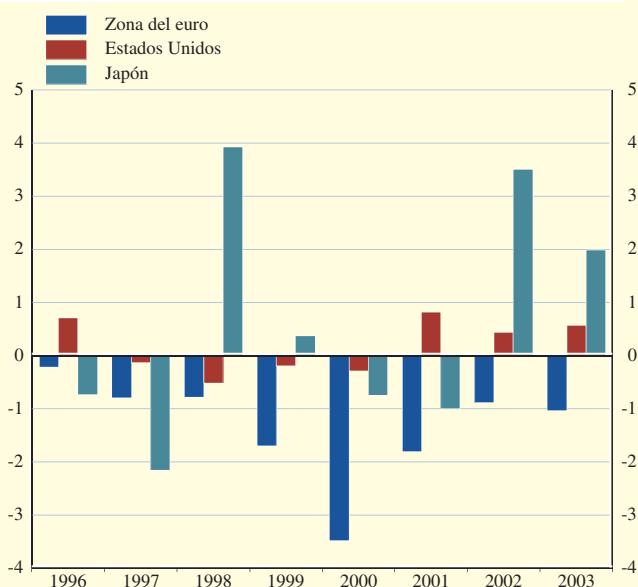
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector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

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

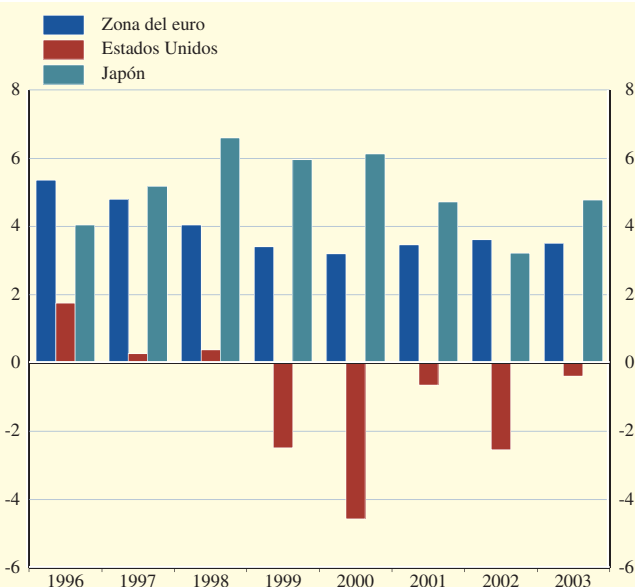
### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	5,0	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,1	13,0	4,2	11,4	6,7
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,8	11,3	8,1
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,4	8,0	3,4	0,7	13,5	6,6	11,0	9,4
2003 III	13,3	18,6	-4,5	6,8	6,9	-0,1	8,1	-0,6	0,3	13,5	8,7	11,7	7,6
IV	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,1	13,5	5,1	11,2	4,3
2004 I	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,3	8,2	4,0	1,0	13,3	7,2	11,0	10,0
II	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,7	8,1	2,4	-0,5	13,6	4,8	10,7	8,6
III	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,7	8,4	2,3	0,5	13,6	7,1	10,9	9,1
IV	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	5,1	7,3	4,8	1,8	13,6	7,5	11,4	9,8
2005 I	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,5	7,7	3,0	1,2	13,7	5,8	10,0	8,3
II	13,8	20,0	-6,2	7,4	7,3	3,5	8,1	2,5	0,5	13,8	2,8	9,7	8,4
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	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 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	-0,6	.	-7,2	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
III	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
IV	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 I	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
II	.	23,7	.	.	.	-17,9	.	-16,5	1,0	.	7,5	.	-6,6

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



### C36 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



## LISTA DE GRÁFICOS

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





## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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:

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

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

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO I DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

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

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



## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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



## NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de octubre de 2005.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página, en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

### PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

### ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el

BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido

con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## **DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN**

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las po-

siciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

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

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

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

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

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>6</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>7</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores más los impuestos abonados por el

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 2000<sup>8</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n° 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 2002<sup>9</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>10</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmf.org](http://www.cmf.org)). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

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

8 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

9 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

10 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del

euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la li-

quidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

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

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

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

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calcula-

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

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



## 9 DE ENERO DE 2003

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

## 23 DE ENERO DE 2003

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

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

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

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

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

## 6 DE FEBRERO DE 2003

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

## 6 DE MARZO DE 2003

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

## 3 DE ABRIL DE 2003

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

## 8 DE MAYO DE 2003

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **12 DE ENERO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosystema 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,  
1 DE SEPTIEMBRE Y 6 DE OCTUBRE DE 2005**

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





## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2004. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre julio y septiembre 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.
- «Demanda de dinero e incertidumbre», octubre 2005.
- «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», octubre 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. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-González y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.
- 29 «Wealth and asset price effects on economic activity», por F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, junio 2005.
- 30 «Competitiveness and the export performance of the euro area», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2005.
- 31 «Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council», por M. Sturm y N. Siegfried, junio 2005.
- 32 «Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors», por el Grupo de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales, julio 2005.
- 33 «Integration of securities market infrastructure in the euro area», por H. Schmiedel y A. Schönenberger, julio 2005.
- 34 «Hedge funds and their implications for financial stability», por T. Garbaravicius y F. Dierick, agosto 2005.
- 35 «The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective», por R. Petschnigg, septiembre 2005.
- 36 «Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route», por I. Angeloni, M. Flad y F. P. Mongelli, septiembre 2005.
- 37 «Financing conditions in the euro area», por L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibañez, A. van Rixtel y S. Scopel, septiembre 2005.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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 A. 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.
- 518 «Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries», por G. de Bondt, B. Mojon y N. Valla, septiembre 2005.
- 519 «Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new Member States», por A. Rzońca y P. Cizkowicz, septiembre 2005.
- 520 «Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature», por L. Stracca, septiembre 2005.
- 521 «Inflation persistence in structural macroeconomic models (RG10)», por R. P. Berben, R. Mestre, T. Mitrakos, J. Morgan y N. G. Zonzilos, septiembre 2005.
- 522 «Price-setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data», por L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, septiembre 2005.
- 523 «How frequently do consumer prices change in Austria? Evidence from micro CPI data», por J. Baumgartner, E. Glatzer, F. Rumler y A. Stiglbauer, septiembre 2005.
- 524 «Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data», por E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler y J. Vilmunen, septiembre 2005.
- 525 «Distilling co-movements from persistent macro and financial series», por K. Abadir y G. Talmain, septiembre 2005.
- 526 «On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU», por G. Wolswijk, septiembre 2005.
- 527 «Banking system stability: a cross-Atlantic perspective», por P. Hartmann, S. Straetmans y C. de Vries, septiembre 2005.
- 528 «How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches», por M. Fratzscher, septiembre 2005.
- 529 «Explaining exchange rate dynamics: the uncovered equity return parity condition», por L. Cappiello y R. A. De Santis, septiembre 2005.
- 530 «Cross-dynamics of volatility term structures implied by foreign exchange options», por E. Krylova, J. Nikkinen y S. Vähämaa, septiembre 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.

«Indicators of financial integration in the euro area», septiembre 2005.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

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

«TARGET - the current system», septiembre 2004.



## GLOSARIO

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

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

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas del comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas del comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Coste laboral bruto mensual:** sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total por asalariado en relación con el PIB a precios constantes por persona ocupada.

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Curva de rendimientos:** curva que describe la relación entre el tipo de interés o rendimiento y el plazo en un momento determinado de valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito y plazos

distintos. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deuda (Administraciones Públicas):** la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de los mismos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios:** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra determinada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las ope-

raciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones, por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

**Inversiones de cartera:** operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o número de votos.

**Inversiones directas:** inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Operación de financiación a plazo más largo:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Paridad central:** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.



**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado:** la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, las vacantes sin cubrir o los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.