



BANCO CENTRAL EUROPEO

BOLETÍN MENSUAL
NOVIEMBRE

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 2 de noviembre de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	18
Precios y costes	38
Producto, demanda y mercado de trabajo	50
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	61
Recuadros	
1 Impacto macroeconómico del alza de los precios del petróleo en las economías emergentes	13
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2005	22
3 Comportamiento distinto de la inflación general y de la inflación subyacente	39
4 Expectativas del sector privado para la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2005	46
5 La actual recuperación de la zona del euro desde una perspectiva histórica	50
6 Evolución reciente de la inversión por tipo de producto	55
ARTÍCULOS	
El proceso de determinación de precios en la zona del euro	67
Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro	81
Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia	99
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004	V
GLOSARIO	XIII

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 3 de noviembre de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno concluyó que, teniendo en cuenta la persistencia de las presiones al alza sobre los precios derivadas principalmente de la evolución de los precios energéticos, la orientación de la política monetaria continúa siendo aún apropiada. Al mismo tiempo, los riesgos alcistas para la estabilidad de precios justifican una actitud de extrema vigilancia. Asimismo, resulta necesario mantener una extrema vigilancia ante la abundancia de liquidez y el intenso crecimiento monetario y del crédito en la zona del euro. Es esencial que el incremento de la tasa de inflación actual no se traduzca en un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo y que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. 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, y la actual orientación marcadamente acomodaticia de la política monetaria sigue constituyendo un estímulo considerable para la actividad económica.

El Consejo de Gobierno comenzó su evaluación con el análisis económico. Si bien el crecimiento económico se ha visto moderado por el acusado incremento de los precios del petróleo de los últimos trimestres, la economía de la zona del euro parece haber mostrado una notable resistencia ante esta perturbación, a lo que también ha contribuido un comportamiento responsable en la negociación salarial. Asimismo, los últimos indicadores apuntan a un fortalecimiento de la economía. Estos datos vendrían a corroborar las proyecciones de los expertos del BCE publicadas en septiembre, que indican una recuperación gradual a partir del segundo semestre del 2005. En el entorno exterior, el continuado crecimiento de la de-

manda mundial debería favorecer las exportaciones de la zona del euro y, 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. Al mismo tiempo, las 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.

En lo que concierne a la evolución de los precios, principalmente los recientes incrementos de los precios energéticos 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 octubre del 2005, frente al 2,6% registrado en septiembre y al 2,2 de los dos meses anteriores, y es probable que continúe siendo elevada a corto plazo. Tal como se señaló en octubre, a la hora de interpretar el nivel actual de la tasa de inflación, es fundamental distinguir claramente entre factores temporales a corto plazo, por un lado, y aquéllos de carácter más duradero, por otro. Si bien algunos factores podrían ser de naturaleza transitoria, los mercados esperan que los precios del petróleo permanezcan en niveles elevados, impulsados principalmente por la pujanza de la demanda mundial y, en cierta medida, por determinados elementos de fragilidad por el lado de la oferta. Este contexto sugiere un impacto más duradero de los precios energéticos sobre la evolución general de los precios.

La valoración del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los precios se fundamenta en este supuesto. Por otra parte, los incrementos salariales se han mantenido contenidos en los últimos trimestres, tendencia que, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo, debería proseguir por el momento. Asimismo, las presiones derivadas de los precios de las manufacturas siguen siendo moderadas debido a la fuerte competencia mundial. En conjunto, aunque se espera que la tasa de inflación se mantenga por encima del 2% a corto



plazo, por el momento, continua sin haber evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro.

Con todo, los riesgos al alza a medio plazo para este escenario siguen siendo motivo de preocupación para el Consejo de Gobierno. Como se subrayó el mes pasado, 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 a través del proceso de producción interna— y con los efectos secundarios que pudieran derivarse de la fijación de precios y salarios. 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 medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en la zona del euro.

El análisis monetario indica igualmente un incremento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. La liquidez es muy holgada en la zona del euro de acuerdo con todas las medidas disponibles. Además, el fortalecimiento del crecimiento monetario observado desde mediados del 2004 se ha intensificado durante los últimos meses. El crecimiento del agregado monetario M3 ha estado impulsado por sus componentes más líquidos, lo que confirma la influencia cada vez más preponderante de los bajos niveles de los tipos de interés. Por otra parte, el crecimiento del endeudamiento, en especial de los préstamos hipotecarios, continúa siendo muy vigoroso. En este contexto, es necesario realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios en algunos mercados inmobiliarios.

En síntesis, el análisis económico indica que la subida de los precios energéticos, en particular, implica revisiones al alza de las perspectivas para la evolución de los precios a corto plazo. Si bien se espera que algunos de los factores de este incremento sean temporales, otros podrían ser más duraderos. 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 un incremento de los 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 y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Sólo así puede la política monetaria seguir contribuyendo de forma significativa a la recuperación del crecimiento económico.

En cuanto a las políticas fiscales, diversos países han presentado sus planes presupuestarios para el 2006. Aunque se han producido avances positivos en relación con el saneamiento presupuestario, las perspectivas para los países con déficit excesivo son motivo de gran preocupación, puesto que existe el riesgo de que se paralice la consolidación y de que no se cumplan los compromisos adquiridos para este año y el año próximo. Es necesario evitar que nuevos retrasos en la corrección del déficit excesivo y una tendencia persistente a buscar la vía de aplicación más laxa de las fases del procedimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado comprometan su credibilidad. Todos los participantes en las decisiones que se adopten comparten la importante responsabilidad de garantizar el buen funcionamiento futuro del marco presupuestario en su conjunto. Ello constituye el instrumento más efectivo para mejorar las perspectivas de crecimiento en la zona del euro y reforzar la confianza en las finanzas públicas antes de que los retos relacionados con el envejecimiento de la población se materialicen. Por tanto, el Consejo de Gobierno insta a los países con desequilibrios presupuestarios a que den prioridad a su pronta corrección y a que apliquen rigurosamente las normas del Pacto reformado. Con ello se enviará la señal adecuada al público y se fomentará credibilidad del marco presupuestario.

Por lo que se refiere a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno reitera la urgente necesidad de aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos con el fin de lograr una economía europea más dinámica y competitiva y de promover los procesos de ajuste en la zona del euro.

Para optimizar las oportunidades resultantes de la globalización y del rápido avance de la tecnología e impulsar así el crecimiento potencial y la creación de empleo es preciso apoyar y acelerar los cambios estructurales. Esto contribuirá también a facilitar el ajuste necesario al nivel más alto de los precios del petróleo, incrementando la eficiencia en el uso y en el ahorro de energía y evitando medidas distorsionadoras que obstaculicen el proceso de ajuste.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero ofrece un resumen de los

últimos estudios realizados sobre el proceso de determinación de precios en la zona del euro, basándose en los análisis efectuados por el Eurosistema en el contexto del «Inflation Persistence Network». En el segundo se analizan las condiciones y la evolución de la financiación y la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro en los últimos diez años. El tercero analiza las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia, y ofrece información sobre la cooperación entre el Eurosistema y el Banco de Rusia.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

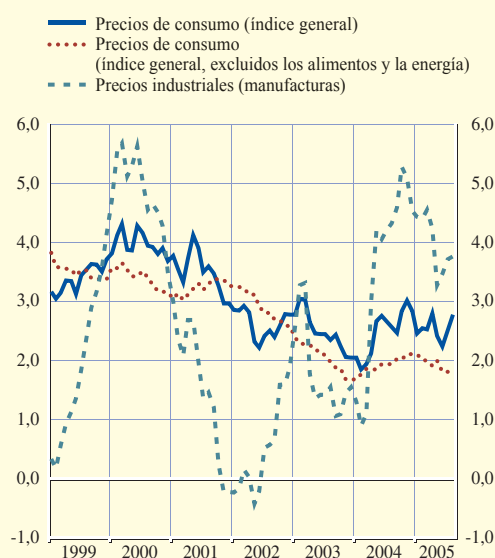
En general, la economía mundial continúa su expansión a un ritmo relativamente sólido. Los aumentos de los precios de la energía están contribuyendo a elevar la inflación medida por los precios de consumo, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen estando contenidas. Si bien los elevados precios del petróleo suponen un riesgo a la baja para el crecimiento mundial, las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen siendo bastante favorables.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa su expansión a un ritmo bastante sólido. Los últimos datos disponibles indican que el impacto de los huracanes en la economía estadounidense parece haber sido relativamente limitado y que el impulso que la sustenta sigue siendo al parecer bastante vigoroso. La recuperación de la economía japonesa parece ir generalizándose, mientras que en China, la expansión continúa de manera constante. Como consecuencia, en gran medida, de los elevados precios del crudo y de los productos de refino, la inflación medida por los precios de consumo ha aumentado últimamente en varios países, especialmente en Estados Unidos. No obstante, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se mantiene hasta ahora relativamente contenida. En general, el aumento interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE fue, en promedio, del 2,8% en agosto, aunque si se excluyen los alimentos y la energía, dicho aumento fue del 1,8% (véase gráfico 1).

Gráfico 1 Evolución de los precios en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense siguió creciendo de forma sostenida en el tercer trimestre del 2005, a pesar de los incrementos de los precios de la energía y de los efectos perturbadores de los huracanes. Según estimaciones preliminares, el PIB creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,8% en el tercer trimestre, frente al 3,3% del segundo trimestre, debido en parte a una menor caída de la inversión en existencias y a un aumento del consumo y la inversión bruta del gobierno federal. El gasto en consumo privado creció a un ritmo vigoroso, mientras que la inversión privada en capital fijo se mantuvo en niveles elevados, aunque más bajos que en el segundo trimestre. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue ligeramente positiva como resultado de un pequeño incremento de las exportaciones y de la estabilidad de las importaciones.

A pesar del repunte de la actividad general en el tercer trimestre, los efectos negativos de los huracanes sobre la economía estadounidense se pusieron claramente de manifiesto en los últimos datos publicados. En septiembre se redujo la producción industrial, principalmente como consecuencia de las perturbaciones que afectaron a la producción de petróleo. De la misma manera, la caída de la actividad en las manufacturas se concentró, principalmente, en los productos relacionados con el petróleo. No obstante, la situación del empleo siguió siendo positiva, ya que las fuertes pérdidas en las regiones afectadas por los huracanes se compensaron, en gran medida, con la creación de nuevos empleos en el resto de la economía. Los indicadores de gasto en consumo privado e inversión fija privada han mejorado ligeramente.

Sin embargo, debido a los gastos de reconstrucción, las perspectivas de la actividad económica general a corto plazo siguen siendo favorables, ya que la solidez de las variables fundamentales de la economía continúa respaldando el crecimiento. Aunque se ha desacelerado últimamente, el crecimiento de la productividad del trabajo sigue siendo bastante vigoroso. Se espera que el crecimiento de la inversión fija privada continúe siendo igualmente dinámico, mientras que el gasto en consumo privado probablemente volverá a situarse de forma gradual en niveles más sostenibles.

La inflación interanual medida por el IPC ascendió al 4,7% en septiembre como consecuencia de los aumentos particularmente acusados de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación correspondiente al mes se situó en el 2%. Las presiones al alza sobre los precios, causadas por el incremento de los costes de las materias primas, e intensificadas por las tormentas, podrían resultar transitorias siempre y cuando los factores que contribuyen a las subidas de precios comiencen a perder fuerza.

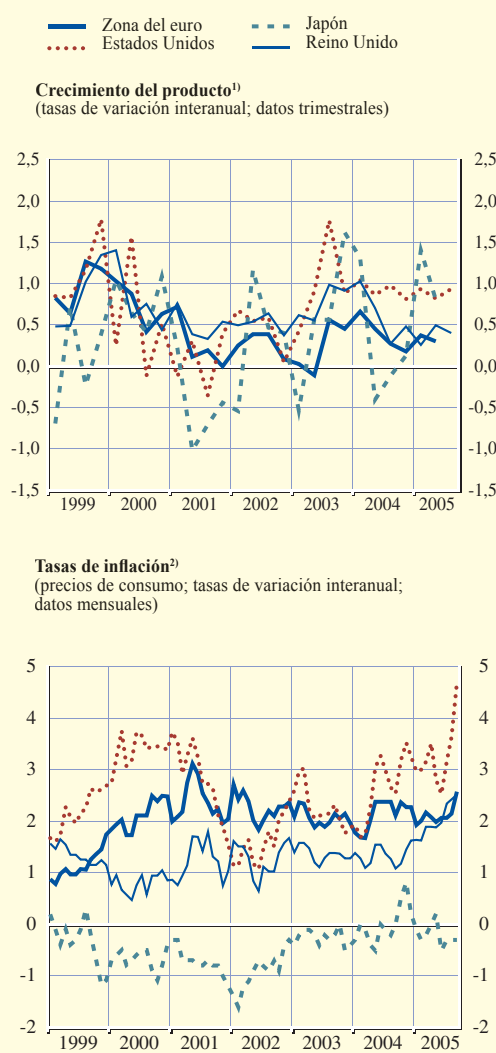
Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la reserva Federal decidió, en la reunión celebrada el 1 de noviembre, elevar por duodécima vez consecutiva el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 4%. 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 ido cobrando impulso desde comienzos del año 2005. En los dos primeros trimestres, el PIB real creció en tasa interanual un 5,8% y un 3,3%, respectivamente, impulsado sobre todo por el fuerte aumento de la demanda interna privada. Los últimos indicadores disponibles respecto a la actividad económica (producción industrial) sugieren que el crecimiento podría moderarse ligeramente en el tercer trimestre de este año en comparación con las tasas tan altas observadas en el primer semestre.

No obstante, las perspectivas a corto plazo respecto a la situación de las empresas continúan siendo favorables, como lo confirman los datos de agosto del indicador adelantado del Gabinete de la Presidencia y la encuesta *Economy Watchers' Survey* (basada en las respuestas de empleados del sector minoris-

Gráfico 2 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.

ta de servicios). De cara al futuro, las perspectivas de la economía a medio plazo son positivas, en parte como consecuencia de los avances en las reformas estructurales, en particular, las que afectan a los mercados de trabajo y al sector bancario.

En lo que respecta a la evolución de los precios en septiembre, la tasa de variación interanual del IPC general se situó en $-0,3\%$, mientras que la del IPC excluidos los alimentos frescos fue de $-0,1\%$. Por su parte, los precios industriales, medidos por el índice de precios de los bienes internos adquiridos por las empresas, siguieron aumentando, debido a los elevados precios de las materias primas. En septiembre, los precios de dichos bienes se incrementaron un $1,7\%$ en tasa interanual. Los datos de la encuesta Tankan del Banco de Japón a las empresas indican que una mayoría de empresas manufactureras han declarado una combinación adversa de dos factores (aumento de los precios de los bienes intermedios y descenso de los precios de producción) en los dos últimos trimestres. La divergente evolución de los precios de los bienes intermedios y de la producción puede, en última instancia, erosionar la rentabilidad de las empresas, especialmente en el sector manufacturero.

En la reunión celebrada el 31 de octubre, 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, la actividad económica continúa siendo moderada. Según la primera estimación de las cuentas nacionales, el PIB real aumentó a una tasa intertrimestral del $0,4\%$ en el tercer trimestre del 2005, prácticamente sin variación respecto a los dos primeros trimestres del año ($0,3\%$ y $0,5\%$, respectivamente), pero mucho menos que durante el pasado año. Esta evolución, y por lo tanto la desaceleración prevista del crecimiento económico para el conjunto el año 2005, son atribuibles, en gran medida, a la atonía del consumo de los hogares y la inversión.

La inflación interanual medida por el IAPC volvió a aumentar en septiembre hasta el $2,5\%$, principalmente como resultado del acusado incremento de los precios de la energía. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales (según el índice *Halifax House Price Index*), que se había ido reduciendo hasta el mes de julio ha repuntado desde entonces. En el mercado de trabajo se observan algunas señales de distensión. El paro registrado ha aumentado, aunque la tasa de paro oficial y la remuneración media se han mantenido más bien estables.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Las perspectivas económicas de muchos de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro parecen bastante favorables. Se prevé que crecimiento del producto seguirá siendo relativamente sólido en el tercer trimestre de este año en la mayoría de los países. No obstante, la inflación medida por el IAPC ha continuado aumentando, en general, en septiembre, principalmente como resultado de las alzas de precios de la energía.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el $1,6\%$ y el $0,6\%$, respectivamente, en el segundo trimestre de este año. El consumo privado y la inversión, respaldados en parte por los bajos tipos de interés, continuaron siendo los factores que más contribuyeron al crecimiento. Para el conjunto del año 2005, se espera que se mantenga el dinamismo de la actividad económica en estos dos países. La inflación, medida por el IAPC, siguió aumentando en ambos países en septiembre. No obstante, mientras que en Dinamarca la subida de los precios de la energía y los alimentos



impulsó la inflación hasta el nivel máximo de los dos últimos años (2,4%), en Suecia, sigue siendo moderada (1,1%) gracias a la intensidad de la competencia y al elevado crecimiento de la productividad.

En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE, los últimos indicadores disponibles sugieren que la evolución del crecimiento del PIB real es relativamente favorable, si bien se observan algunas variaciones de un país a otro. En la República Checa y Hungría, se espera que el crecimiento interanual del producto, que aumentó en el segundo trimestre de este año hasta el 5,1% y el 4%, respectivamente, siga siendo más bien vigoroso. La actividad económica en la República Checa parece apoyarse sobre todo en la demanda exterior, mientras que en Hungría, tanto la demanda exterior como el aumento de la inversión están dando más impulso al crecimiento del PIB real. En Polonia, se prevé que aumente el crecimiento del PIB real, que se situó en un 1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, impulsado principalmente por la demanda interna.

A pesar de las presiones al alza derivadas del incremento de los precios de la energía, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo prácticamente estable en Hungría y Polonia en septiembre (3,6% y 1,8%, respectivamente), como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos y de la tendencia a la apreciación de las monedas observada recientemente. No obstante, en la República Checa estos últimos factores no lograron contrarrestar la presión alcista de los precios más altos de la energía y, en septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC ascendió al 2%. En un contexto de deterioro de las perspectivas de inflación, el 27 de octubre, el Banco Central de la República Checa elevó en 25 puntos básicos, el tipo de interés oficial hasta situarlo en el 2%.

ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

El crecimiento económico en Asia, excluido Japón, continúa a un ritmo vigoroso. En China y Corea del Sur, las tasas de crecimiento del PIB real registradas en el tercer trimestre superaron las expectativas del mercado. En la mayoría de las grandes economías de la región, el crecimiento de las exportaciones ha vuelto a mostrar una trayectoria al alza, debido en parte a un repunte de las exportaciones de productos relacionados con las tecnologías de la información. Al mismo tiempo, la demanda ha seguido fortaleciéndose, lo que, unido a los elevados precios del petróleo, ha impulsado al alza la inflación medida por el IPC en algunas de las principales economías de la región. Como resultado, varios bancos centrales han comenzado a elevar recientemente los tipos de interés.

En China, la economía prosiguió su expansión a un ritmo rápido, con un crecimiento interanual del PIB del 9,4% en el tercer trimestre del 2005, tras el 9,5% registrado en el primer semestre del año. Tanto la solidez de la demanda como el aumento de las exportaciones contribuyeron a estos resultados. En septiembre, la inversión en activos fijos urbanos y la producción industrial siguieron siendo muy vigorosas, incrementándose respectivamente en un 29,4% y un 16,5%, en tasa interanual. En el mismo mes, el crecimiento de las importaciones experimentó un acusado repunte, mientras que se moderó el crecimiento de las exportaciones, lo que dio lugar a una ligera reducción del superávit comercial. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han seguido remitiendo y la inflación interanual, medida por el IPC, bajó de nuevo hasta el 0,9% en septiembre. El impacto relativamente suave de las alzas de precios del petróleo en la inflación en China refleja el escaso peso de la energía en la cesta del IPC y la existencia de controles administrativos sobre los precios de la gasolina. En el recuadro titulado «Impacto macroeconómico del alza de los precios del petróleo en las economías emergentes» se presenta una descripción más detallada del efecto de la subida de los precios del petróleo en la balanza de pagos y en la evolución de los precios y las finanzas públicas en la región y en algunas otras economías emergentes.

Las perspectivas económicas de Asia, excluido Japón, siguen siendo bastante favorables, respaldadas por el crecimiento sostenido de la demanda interna y de una nueva reactivación del crecimiento de las

exportaciones. El sólido crecimiento de la economía china estimulará probablemente el comercio regional. Los elevados precios del petróleo constituyen todavía un riesgo importante para la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, los últimos datos publicados indican que la actividad económica continúa siendo más bien robusta. Las exportaciones siguen impulsando el crecimiento del producto, mientras que la demanda interna ha dado últimamente muestras de resistencia. La producción industrial creció, en tasa interanual, un 3,8% en Brasil y un 2,1% en México en agosto, y un 8,6% en Argentina en septiembre. Las perspectivas económicas de la región son favorables. Es probable que la demanda interna siga afianzándose, compensando así la moderación prevista de la situación de la demanda exterior, que actualmente es muy positiva. También se prevé que la reducción de los costes de financiación, como consecuencia de la atenuación de las presiones inflacionistas, favorezca el crecimiento.

Recuadro I

IMPACTO MACROECONÓMICO DEL ALZA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La persistencia de los elevados precios del petróleo ha afectado en los últimos años a las economías emergentes a través de su impacto en la balanza de pagos, la inflación, la política monetaria y cambiaria y los saldos fiscales. La subida de los precios del crudo desde el año 2002 se ha traducido en significativas mejoras de los saldos externos y fiscales para la mayoría de los exportadores netos de petróleo, aunque parece haber afectado muy poco a la inflación y a los tipos de cambio reales de muchos países. Quizás resulte aún más notable el hecho de que los saldos externos y fiscales de la mayoría de las economías emergentes importadoras netas de petróleo hayan mostrado una capacidad general de resistencia frente al alza de los precios del petróleo y que su transmisión a la inflación interna haya sido muy limitada hasta el año 2004. Sin embargo, a partir del 2005, las cuentas externas y los saldos fiscales de algunas de estas economías, especialmente las economías emergentes de Asia, han experimentado un cierto deterioro, que parece tener relación, en parte, con el constante incremento de los precios del crudo.

Impacto en la balanza de pagos

La balanza por cuenta corriente de muchas economías importadoras y exportadoras de petróleo de América Latina, Asia y Oriente Medio ha mostrado una gran solidez en los últimos años. Los países exportadores netos de petróleo registraron, en general, un notable incremento de su superávit comercial y por cuenta corriente a partir del año 2002, que se ha traducido en una evolución más favorable del crecimiento del PIB, sobre todo en los países en los que el sector petrolero representa el grueso de la actividad económica. Cabría esperar que los importadores netos de petróleo hubieran experimentado un deterioro de sus cuentas externas como consecuencia de las pronunciadas alzas de precios del crudo. Sin embargo, la mayoría de estos países han seguido registrando abultados, e incluso crecientes, superávits comerciales y por cuenta corriente en relación con el año 2002 (véase cuadro). El sólido crecimiento de las exportaciones en los países importadores netos de petróleo en los años 2003 y 2004 compensó con creces el aumento de las importaciones de petróleo. Durante ese período las exportaciones se vieron estimuladas por el mayor crecimiento de la economía mundial, el incremento de los precios de las materias primas no petroleras (que benefició, en particular, a las economías de América Latina) y la fuerte demanda de productos relacionados con las tecnologías de la información (que favoreció especialmente a las economías emergentes de Asia).

Cuenta corriente, inflación y saldo fiscal de algunas economías emergentes

	Cuenta corriente % del PIB			IPC ¹⁾ Tasa interanual, fin de período			Saldo fiscal % del PIB		
	2002	2004	2005 ²⁾	2002	2004	2005 ³⁾	2002	2004	2005 ²⁾
Exportadores netos de petróleo									
Argentina	8,5	2,0	1,3	41,0	6,1	10,8	-11,7	-1,6	0,2
Malasia	8,4	12,6	13,5	1,7	2,1	2,0	-5,6	-4,3	-3,5
México	-2,1	-1,1	-1,1	5,7	5,2	3,8	-1,6	-0,3	-0,7
Rusia	9,0	10,3	13,2	15,0	11,7	11,9	1,3	4,4	8,6
Arabia Saudí	6,3	20,5	32,4	0,2	0,3	0,6	-5,9	9,6	17,5
Venezuela	8,2	12,7	15,9	31,2	19,2	20,4	-6,0	-3,8	-1,4
Importadores netos de petróleo									
Brasil	-1,7	1,9	1,7	14,7	6,1	4,0	-0,8	-1,5	-3,8
Chile	-0,9	1,5	0,3	2,8	2,4	2,7	-1,2	2,2	2,8
China	2,8	4,2	6,1	-0,4	2,4	2,3	-3,3	-1,7	-1,7
India	1,4	-0,1	-1,8	6,0	5,3	5,5	-6,1	-4,5	-4,5
Indonesia	3,9	1,2	-0,4	10,0	6,4	7,8	-1,5	-1,4	-1,6
Corea	1,0	4,1	2,0	3,7	3,0	2,7	2,3	2,3	2,2
Tailandia	5,5	4,5	-2,5	1,6	2,9	3,0	-2,3	0,3	0,5
Pro memoria									
América Latina y Caribe	-0,9	0,9	0,9	8,7	6,5	6,3	-3,1	-1,5	-2,1
Economías emergentes de Asia	3,7	4,1	3,7	1,8	4,0	3,9	-3,5	-2,2	-2,3
Oriente Medio y Norte de África	4,0	11,0	19,0	5,7	7,3	8,4	-2,1	1,6	5,9
Economías avanzadas	-0,8	-1,0	-1,3	1,5	2,0	2,2	-2,4	-2,8	-2,6

Fuentes: Bases de datos de PEM e IIF.

1) Media anual para Arabia Saudita y agregados regionales.

2) Proyecciones de la edición de PEM de septiembre del 2005.

3) Proyecciones del IIF para el año 2005.

Sin embargo, en el año 2005, el crecimiento de las exportaciones se redujo notablemente en gran parte de Asia debido tanto a la desaceleración de la demanda de productos relacionados con las tecnologías de la información, como a la considerable ralentización del crecimiento de las importaciones de China. Los precios de las materias primas no combustibles, aunque siguieron siendo elevados, mostraron una tendencia a la baja con respecto al año 2004 y, en varios de esos países, se produjo un repunte de la demanda interna. Si a ello se añade la factura persistentemente elevada de las importaciones y la posible desaceleración de la demanda de las economías maduras, es de prever que, en el 2005 y en años posteriores (véase cuadro) los superávits por cuenta corriente de la mayoría de las economías emergentes de Asia (excepto China) se reduzcan significativamente. En menor medida, lo mismo podría afirmarse respecto a muchas economías de América Latina.

Otro factor determinante de la evolución de la balanza de pagos, es la intensidad relativa del uso del petróleo en las economías emergentes. La mayoría de estas economías siguen siendo consumidores de energía menos eficientes que las economías del G7. No obstante, en algunos países, una proporción de consumo de petróleo mucho menor en el consumo interno total de energía ha limitado el impacto de las alzas de los precios del crudo sobre la balanza de pagos. China e India, por ejemplo, que ocupan los puestos tercero y noveno en la lista mundial de importadores netos de petróleo y que son las dos economías emergentes en las que la demanda de petróleo registró un crecimiento más rápido en el año 2004, sólo dependen de este producto para el 20% de sus necesidades energéticas, mientras que en las economías del G7 esa dependencia es de alrededor del 40%. Por otra parte la desproporcionada dependencia respecto al carbón como principal recurso energético tanto en China como en India significa que ambas economías consumen menos petróleo por unidad de PIB (en términos de paridad del poder adquisitivo)

que economías desarrolladas como Estados Unidos. Muchos países de América Latina, incluidos algunos de los principales exportadores netos de petróleo como Venezuela, también dependen en mayor medida de la energía hidráulica que del petróleo para producir la mayor parte de su electricidad.

Impacto en la inflación

El aumento de los ingresos derivados del petróleo no ha provocado un aumento de la inflación interna en la mayoría de los países exportadores netos de este producto. Por el contrario, las tasas de inflación se redujeron en muchos de estos países entre el año 2002 y el 2004. Aunque el alza de los precios del petróleo ha dado lugar a un notable incremento del superávit por cuenta corriente en muchos países, ello no se ha traducido en una apreciación del tipo de cambio nominal. En realidad, los países que han logrado controlar la inflación relativamente bien y han vinculado su moneda al dólar estadounidense han experimentado una depreciación del tipo de cambio efectivo real. Varios de estos países han utilizado el mayor volumen de ingresos generados por el petróleo para reducir la deuda externa, limitando así el impacto de las entradas de capital relacionadas con este producto sobre el crecimiento monetario interno. Sin embargo, unos pocos países, como Rusia, han registrado de hecho una apreciación del tipo de cambio efectivo real a partir del año 2002 o han experimentado este tipo de presiones a lo largo del 2005 (como en el caso de Colombia y México).

En las economías emergentes que son importadoras netas de petróleo el impacto de los elevados precios del crudo sobre la inflación ha sido hasta ahora notablemente reducido. Aunque la inflación aumentó en algunos países entre los años 2002 y 2004 (Tailandia y Perú, por ejemplo), en otros se ha reducido (Brasil, India, Indonesia, Corea y Chile). Las razones de esta reducción de la inflación entre el 2002 y 2004 son múltiples e incluyen factores que nada tienen que ver con los precios del crudo: debilidad de la demanda interna (Corea), una fase de endurecimiento de la política monetaria (Brasil), una apreciación del tipo de cambio nominal (Chile), o un crecimiento más lento de los precios de los alimentos (Indonesia e India). Hasta cierto punto, la transmisión a los precios internos también se frenó con la subvención de los combustibles y otras medidas administrativas de carácter persistente. No obstante, la transmisión de las alzas de precios del crudo a la inflación interna ha aumentado en el año 2005, especialmente en las economías emergentes de Asia en las que se han recortado esas subvenciones y se ha depreciado la moneda frente al dólar estadounidense (Indonesia y Tailandia, por ejemplo).

Impacto en los saldos fiscales

Por lo que respecta al impacto del alza de los precios del petróleo sobre los saldos fiscales, las economías que son exportadoras netas de petróleo han experimentado, en general, notables mejoras de las cuentas públicas, aunque algunas han seguido registrando déficit fiscales, a pesar de la subida de los precios (Malasia, Venezuela y México, por ejemplo). En la mayoría de los casos, los abultados superávit fiscales han tendido a servir de ancla para la austeridad macroeconómica, sobre todo en países con tipos de cambio fuertemente intervenidos. Además de reducir los niveles totales de deuda, algunos países exportadores netos de petróleo (especialmente de América Latina) también han adoptado estrategias de gestión de la deuda para mejorar la estructura de vencimientos y amortizaciones de su deuda pública. Estas medidas se han visto respaldadas también por las favorables condiciones de financiación de los mercados emergentes.

En las economías importadoras netas de petróleo, el impulso que el sólido crecimiento económico y (en algunos casos) el aumento de las exportaciones de materias primas no combustibles ha supuesto

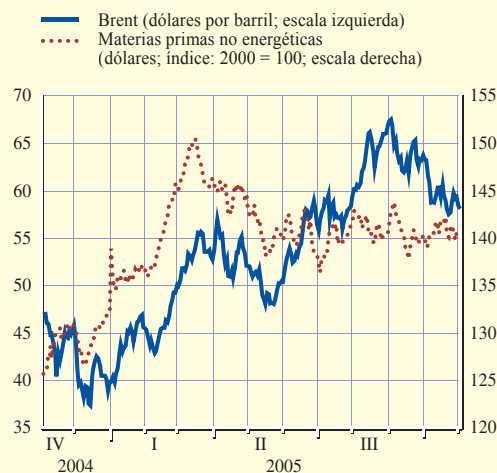
para los ingresos públicos también contribuyó a mejorar los saldos fiscales entre el año 2002 y el 2004, a pesar del coste, en ocasiones elevado, de mantener las subvenciones a los combustibles. No obstante, este tipo de subvenciones y la imposición de topes a los precios (práctica habitual en los países importadores netos de petróleo, especialmente en las economías emergentes de Asia), cada vez resultan más caras de mantener. En el año 2005, se estima que el coste de financiación de estas subvenciones ascenderá al 5,5% del PIB en Indonesia, al 3,1% del PIB en Malasia y al 1,1% del PIB en India. Las subvenciones a los combustibles se han traducido en un aumento del gasto público en los países en los que el gobierno las financia directamente (en Indonesia, por ejemplo) o en una reducción de los beneficios de las empresas en países en los que la imposición de topes a los precios traslada el coste a los balances de las refinerías de titularidad pública (como es el caso de China e India). En algunos países, incluida China, ha habido indicios de que esta política ha dado lugar a escasez de oferta de productos de refino, ya que algunos proveedores se han mostrado reacios a atender las necesidades del mercado nacional a precios inferiores a los vigentes a nivel internacional. La vulnerabilidad fiscal implícita que conllevan estas subvenciones y medidas administrativas en un entorno de precios del petróleo persistentemente altos ha llevado a muchas economías emergentes de Asia a dar marcha atrás respecto a estas medidas (Indonesia, Malasia, Tailandia, China e India, por ejemplo).

Estos cambios de política también son coherentes con la reciente declaración del G7 de septiembre del 2005, en la que insta a los países a no recurrir a las subvenciones ni a la imposición de topes a los precios que reducen artificialmente el precio de los combustibles internos y contribuyen a perpetuar una elevada demanda mundial de petróleo. Además, en la declaración se subraya la importancia de aumentar la eficiencia de la energía en los países en desarrollo. Estas llamadas pueden resultar particularmente apropiadas para algunas economías emergentes que actualmente parecen ser mucho menos eficientes en lo que respecta a la energía que los países del G7.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En octubre, los precios del petróleo bajaron desde los máximos históricos registrados a primeros de septiembre, tras un incremento mayor de lo previsto de las existencias en Estados Unidos y los primeros indicios de un descenso de la demanda de petróleo (aunque posiblemente transitorio) por los huracanes que azotaron este país. El 2 de noviembre, el precio del barril de Brent era de 58,1 dólares estadounidenses, es decir un 14% más bajo que el máximo alcanzado en septiembre, pero todavía un 46% más alto que a primeros de año. Los precios de la gasolina también bajaron en octubre hasta los niveles observados antes de los huracanes. Dada la limitada capacidad excedente a lo largo del proceso de producción y, por lo tanto, la elevada sensibilidad ante posibles cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, se prevé que los precios seguirán siendo altos y volátiles. Según los mercados de futuros, se espera que los precios del crudo se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos años.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

Tras el retroceso registrado 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 seis 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 octubre en torno a un 13% por encima del nivel observado 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 favorables. A pesar de un debilitamiento transitorio de la actividad en Estados Unidos a corto plazo como consecuencia de los huracanes, en el fondo el dinamismo de la economía mundial parece ser relativamente firme, respaldado por las favorables condiciones de financiación y de los beneficios. Es lo que sugieren también los indicadores adelantados disponibles: la tasa de variación de seis meses del indicador sintético adelantado de la OCDE se mantuvo estable en agosto, dado que los aumentos registrados en la mayoría de los países se compensaron con los descensos experimentados en algunos otros, sobre todo en Estados Unidos y Canadá. Aunque los precios del petróleo y de los productos petrolíferos han bajado con respecto a los máximos de septiembre, siguen siendo elevados. Por consiguiente, los precios del petróleo representan todavía el riesgo más importante para unas perspectivas de la economía mundial que, en general, siguen siendo relativamente favorables.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En septiembre del 2005, la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió aumentando, continuando con la tendencia alcista observada desde mediados del 2004. El efecto positivo de los bajos tipos de interés vigentes, que conlleva un reducido coste de oportunidad de mantener efectivo, sigue siendo el factor determinante de la evolución monetaria y del crédito. El intenso crecimiento actual del dinero y del crédito, en un entorno de liquidez más que abundante, apunta a mayores riesgos al alza para la estabilidad de precios de medio a largo plazo. Además, esta evolución hace que sea necesario 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 8,5% en septiembre del 2005, desde el 8,2% de agosto. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 8,2% en el período comprendido entre julio y septiembre del 2005, desde el 7,9% del período transcurrido entre junio y agosto. Los datos correspondientes a los últimos meses confirman la intensificación del crecimiento de M3 observada desde el segundo semestre del 2004, lo que resulta especialmente evidente en la evolución a más corto plazo, como se refleja en el nuevo aumento de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3, que se situó en el 10,6% en septiembre, frente al 9,4% del mes precedente (véase gráfico 4). Actualmente, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada está en su nivel más alto desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, en enero de 1999.

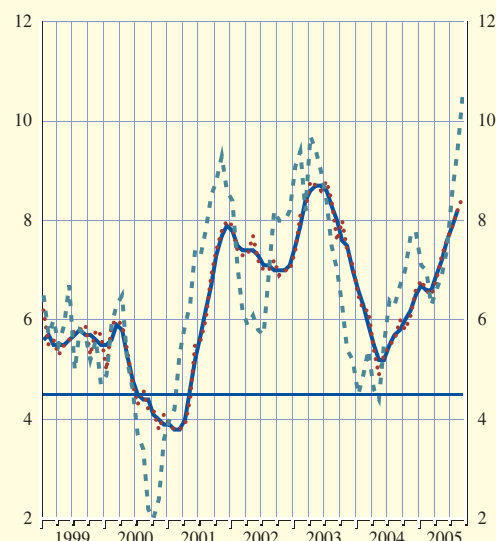
Los datos de septiembre confirman la valoración de que el impacto positivo de los reducidos tipos de interés vigentes ha continuado siendo el factor determinante de la evolución monetaria. En cuanto a los componentes, los activos más líquidos de M3 incluidos en el agregado monetario estrecho M1 fueron los que más contribuyeron al elevado nivel de crecimiento de M3 actual, y en lo que respecta a las contrapartidas, la expansión monetaria se ha visto favorecida por el nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado. Al mismo tiempo, la normalización de comportamiento del sector tenedor de dinero de la zona del euro en la asignación de carteras, que había frenado el crecimiento de M3 a finales del 2003 y principios del 2004, ha perdido algo de impulso.

Dado el intenso crecimiento de M3 en los últimos trimestres, la liquidez de la zona del euro es más que abundante, lo que conlleva un aumento de los riesgos para la estabilidad de precios de medio a largo plazo, sobre todo si una parte considerable de esta liquidez se transformara en dinero para transacciones en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real.

Gráfico 4 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

Además, el pronunciado crecimiento monetario y del crédito en un entorno de abundancia de liquidez hace que sea necesario realizar un atento seguimiento de la evolución del precio de los activos, ya que existe la posibilidad de que se produzcan desajustes de precios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En septiembre, la evolución de M1 continuó representando la principal contribución al crecimiento interanual de M3. Entre los componentes de M1, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista siguieron registrando un crecimiento pronunciado, aunque se está moderando. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a elevarse en septiembre (véase cuadro 1), lo que ha contribuido a que estos activos hayan sido el principal factor impulsor de la expansión de M3. Es probable que la elevada demanda actual de depósitos a corto plazo sea consecuencia del reducido coste de oportunidad de mantener estos activos en un entorno de tipos de interés bajos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales mantenidos por el sector privado en las IFM (excluido el Eurosistema) volvió a aumentar en septiembre. Esta clase de activos constituye la mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sector tenedor, y representó aproximadamente el 80% de M3 en septiembre del 2005. El fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de estos activos observado desde mediados del 2004 ha sido generalizado en todos los sectores, aunque las contribuciones más importantes han procedido de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, 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 se elevó ligeramente en septiembre. De estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, que los hogares y las empresas mantienen con el fin de preservar liquidez en épocas de mayor incertidumbre, continuó siendo relativamente moderada. El contenido creci-

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

miento 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, supone una normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años también fue de dos dígitos, lo que probablemente se deba, en parte, a la aparición de nuevos productos estructurados que combinan este tipo de 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 lo que se refiere a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado repuntó de nuevo y se situó en el 8,6% en septiembre, desde el 8,4% de agosto. El persistente e intenso crecimiento de los préstamos de las IFM fue generalizado en todos los sectores, como consecuencia del impacto positivo de los reducidos tipos de interés y, posiblemente, de un aumento de la confianza en algunos sectores de la economía.

Los préstamos de las IFM a los hogares continuaron impulsados, principalmente, por el dinamismo de los préstamos para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 10,5% en septiembre, frente al 10,7% de agosto (véase cuadro 2). El elevado endeudamiento actual para adquisición de vivienda es reflejo del entorno de reducidos tipos de interés hipotecarios en el conjunto de la zona del euro, y de la intensa evolución del mercado de la vivienda en muchas regiones. El crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que se ha fortalecido desde principios del 2004, se elevó de nuevo en septiembre, como consecuencia del incremento de la demanda de préstamos a todos los plazos, que fue especialmente intensa para los préstamos a más de cinco años. Si esta valoración se considera conjuntamente con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre (para conocer más detalles, véase recuadro 2), los datos sobre los préstamos de las IFM sugieren que las sociedades no financieras están en posición de financiar el gasto futuro en inversión real si las condiciones de la demanda lo justifican.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 IV	2005 I	2005 II	2005 III	2005 Ago	2005 Sep
Sociedades no financieras	41,2	5,1	5,7	6,1	6,7	6,6	7,0
Hasta un año	30,6	1,6	3,2	4,5	5,1	4,8	5,3
De uno a cinco años	17,2	5,8	6,7	6,4	6,3	5,8	5,8
Más de cinco años	52,2	7,0	6,9	6,9	7,9	8,0	8,5
Hogares²⁾	50,6	7,9	8,1	8,1	8,5	8,6	8,6
Crédito al consumo ³⁾	13,3	6,2	6,4	6,7	7,0	7,0	7,3
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	69,1	9,9	10,1	10,1	10,6	10,7	10,5
Otras finalidades	17,5	1,9	2,2	2,1	2,3	2,3	2,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	14,4	23,0	14,4	16,5	18,3	22,7
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,5	10,2	10,6	11,4	15,7	16,4	17,5

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.

En cuanto al crédito total de las IFM a los residentes en la zona del euro, la intensificación observada en septiembre siguió ocultando importantes diferencias en el ritmo de crecimiento entre la elevada demanda del sector privado y la contenida evolución del crédito de las IFM al sector público.

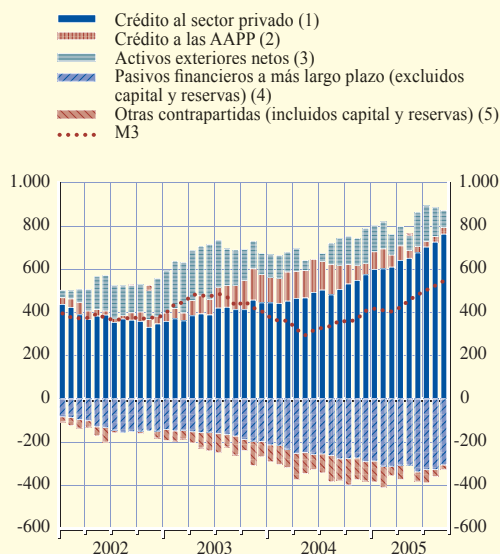
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 9,1% en septiembre, desde el 9,8% de agosto, aunque se mantuvo elevada. Este intenso crecimiento fue resultado, principalmente, de la evolución de los valores distintos de acciones a más de dos años, y proporciona 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.

Los flujos interanuales de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro disminuyeron hasta 80 mm de euros en septiembre, desde los 132 mm de euros del mes precedente, como consecuencia, en cierta medida, de las recientes salidas netas de fondos. Sin embargo, durante el 2005, los flujos interanuales de los activos exteriores netos se han mantenido positivos y, de este modo, han continuado contribuyendo favorablemente al crecimiento interanual de M3. Las variaciones en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM apunta a la reticencia del sector tenedor de dinero de la zona del euro a invertir en activos extranjeros, al menos en lo que respecta a la demanda de activos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona. Esta reticencia está impidiendo que se produzca un cambio de signo reseñable en 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, los reducidos tipos de interés vigentes favorecieron el creciente dinamismo de los préstamos de las IFM al sector privado, que continuaron respaldando el intenso crecimiento de M3. Esto compensó con creces 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, como quedó reflejado en la pronunciada expansión actual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM.

Gráfico 5 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

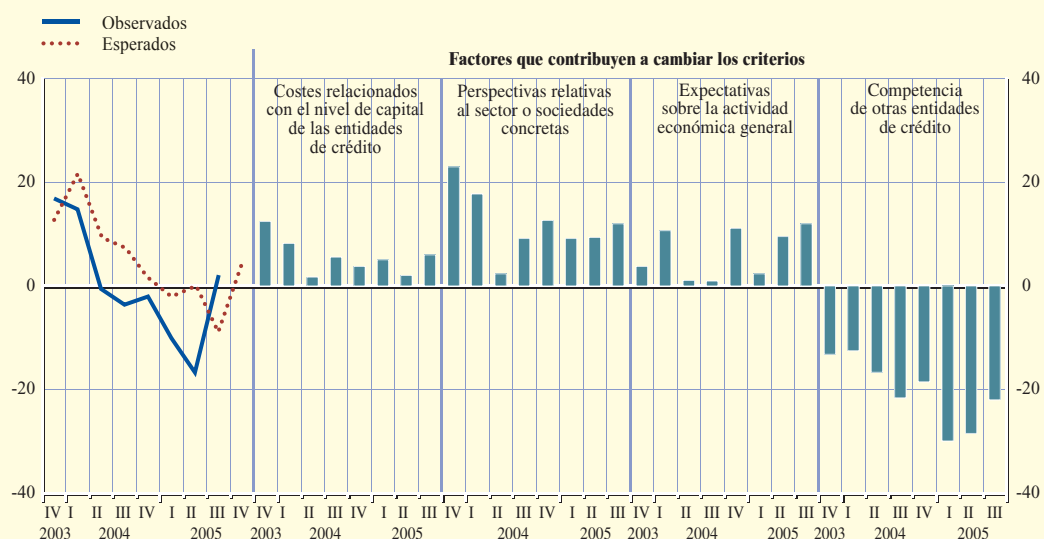
RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DEL 2005

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2005¹. Los resultados muestran un moderado endurecimiento, en términos netos², de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el tercer trimestre del 2005, en comparación con la pronunciada relajación neta registrada el trimestre anterior. No obstante, al mismo tiempo, las entidades de crédito relajaron ligeramente los criterios de concesión aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no se modificaron. Durante el tercer trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta señalaron que se había observado un pronunciado aumento de la demanda neta de préstamos³. En cualquier caso, para el cuarto trimestre del 2005, las entidades participantes esperaban un nuevo endurecimiento, en

- 1 El 4 de noviembre de 2005 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2005, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que se han endurecido los criterios de concesión de los préstamos y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).
- 3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades participantes que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

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

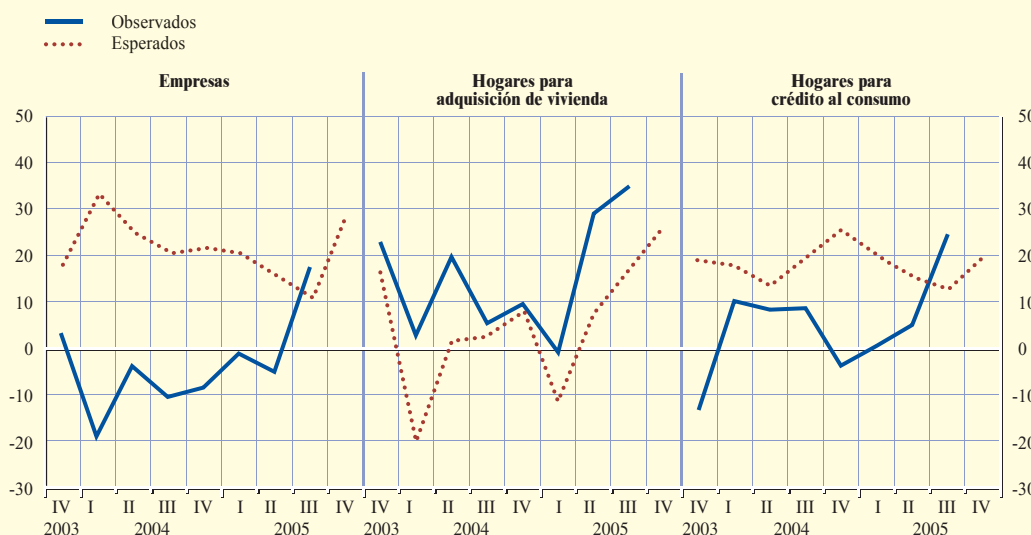
(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2005.

Gráfico B Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito aplicados a empresas y hogares

(en porcentaje neto)



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

términos netos, de los criterios aplicados a los préstamos a empresas, y una leve relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares.

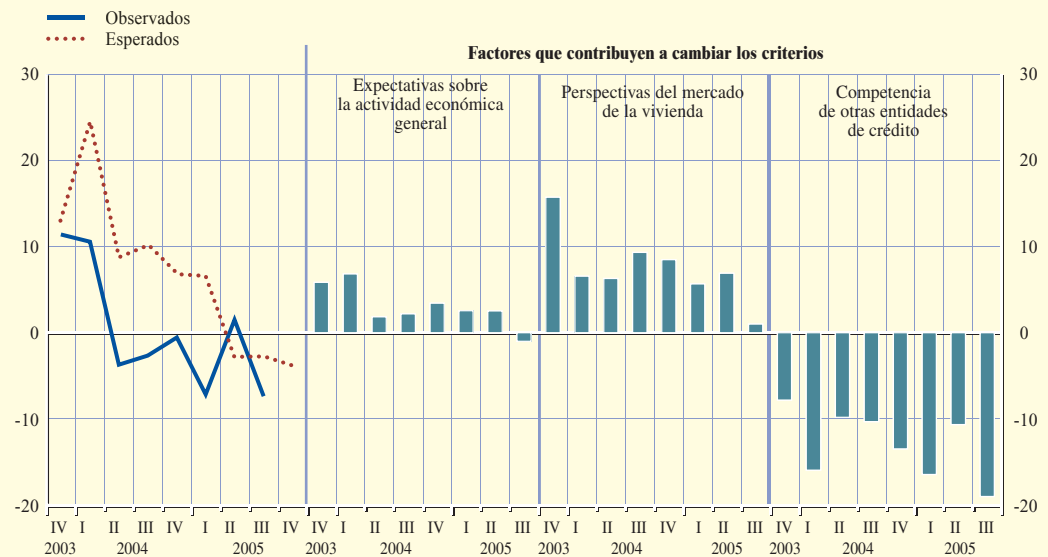
Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: Las entidades participantes señalaron que los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas se endurecieron levemente, en términos netos, en el tercer trimestre del 2005 (del 2%, desde el -17% del trimestre precedente; véase el primer panel de gráfico A). Entre los factores que explican esta evolución, la percepción de los riesgos relativos a la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector contribuyeron al endurecimiento sólo un poco más que en el trimestre anterior (véanse el tercer y cuarto panel del gráfico A). Al mismo tiempo, la competencia de otras entidades contribuyó menos a la relajación de dichos criterios que en el trimestre precedente (véase el quinto panel del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, el endurecimiento neto de los criterios de concesión se llevó a cabo, principalmente, a través de un incremento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, así como de los gastos excluidos intereses y de una disminución de la cuantía de los préstamos o líneas de crédito. En cuanto al tamaño de los prestatarios, las entidades indicaron que se había producido un endurecimiento, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas.

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a empresas se incrementó sensiblemente con respecto al trimestre anterior (hasta el 17%, desde el -5%; véase el primer panel del gráfico B).

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2005.

Este resultado fue consecuencia de un acusado aumento de la demanda neta de préstamos a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas.

Según las entidades participantes en la encuesta, los factores que más contribuyeron al aumento de la demanda neta fueron las mayores necesidades de financiación de existencias y de capital circulante, así como de fusiones y adquisiciones y de actividades de reestructuración de empresas. Por primera vez desde que se lanzó la encuesta, la inversión en capital fijo contribuyó positivamente al incremento de la demanda de préstamos. Una disponibilidad ligeramente menor de financiación interna para las empresas y la reducción de la emisión de valores distintos de acciones también contribuyeron a la evolución observada recientemente en la demanda neta de préstamos.

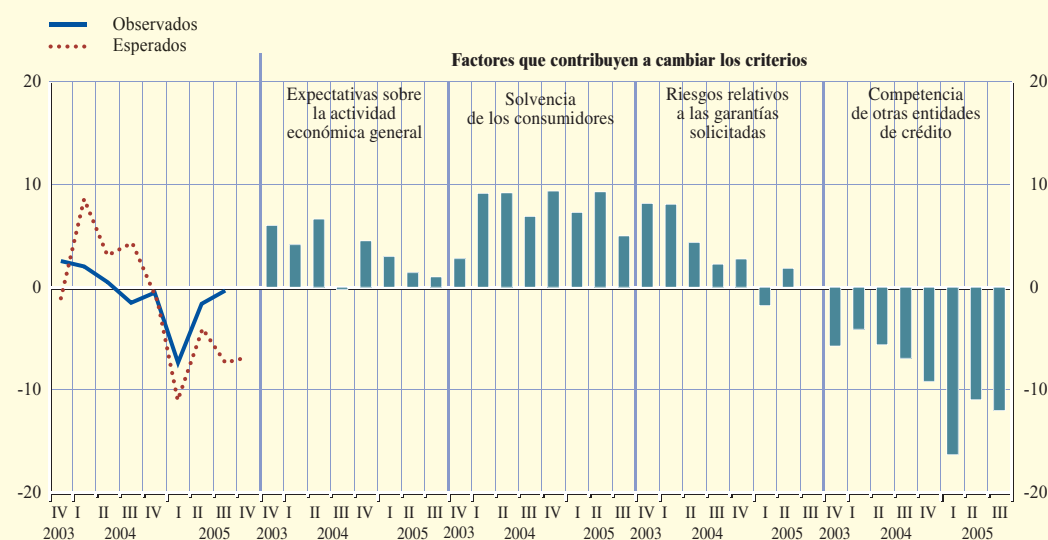
Expectativas: En general, para el cuarto trimestre del 2005, las entidades esperaban un endurecimiento, en términos netos, de los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas (véase el primer panel del gráfico A). Al mismo tiempo, las entidades participantes esperaban un aumento de la demanda neta positiva de préstamos a empresas, sobre todo a las pequeñas y medianas empresas (véase el primer panel del gráfico B).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Las entidades participantes indicaron que en el tercer trimestre del 2005 se había producido una relajación neta de los criterios de concesión de préstamos a ho-

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2005.

gares para adquisición de vivienda (del -7%, desde el 2% del segundo trimestre), en consonancia con las expectativas de la encuesta de julio del 2005 (véase el primer panel del gráfico C). Ello se debió a una menor percepción del riesgo por parte de las entidades en cuanto a las perspectivas del mercado de la vivienda y a las expectativas sobre la actividad económica general (véanse el segundo y tercer panel del gráfico C). Al mismo tiempo, la competencia de otras entidades siguió contribuyendo a la relajación de los criterios, al igual que en trimestres anteriores (véase el cuarto panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades señalaron que la moderada relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda obedeció, fundamentalmente, a una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios y, en menor medida, a una ampliación del plazo de vencimiento de los nuevos préstamos. La evolución de la relación entre el principal y el valor de la garantía también contribuyó a la relajación neta de los criterios en el tercer trimestre.

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando considerablemente en el tercer trimestre del 2005 (hasta el 35%, desde el 29% del trimestre anterior; véase el segundo panel del gráfico B). El principal factor que influyó en esta evolución fue una contribución algo más positiva de la percepción de los hogares acerca de las perspectivas del mercado de la vivienda. Otro factor fue el moderado aumento de la confianza de los consumidores, según señalaron las entidades participantes para el tercer trimestre.

Expectativas: Para el cuarto trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta seguían esperando una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda (véase el primer panel del gráfico C), así como un aumento de la demanda neta de este tipo de préstamos (véase el segundo panel del gráfico B).

Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

Criterios de aprobación del crédito: En cuanto a los préstamos a hogares para crédito al consumo, los criterios de concesión prácticamente no se modificaron con respecto al trimestre anterior (el 0%, frente al -2%, de julio; véase el primer panel del gráfico D). Casi todos los factores que influyen en los criterios de aprobación aplicados por las entidades al crédito al consumo no cambiaron, en general, en relación con el trimestre precedente (véanse el segundo, tercer y cuarto panel del gráfico D). No obstante, aunque los riesgos relacionados con la solvencia de los consumidores fueron algo menos negativos, continuaron contribuyendo moderadamente al endurecimiento de los criterios de aprobación. Al mismo tiempo, las condiciones del crédito al consumo prácticamente no registraron variaciones.

Demanda de préstamos: Según han señalado las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se incrementó notablemente en el tercer trimestre del 2005 (hasta el 25%, desde el 5% del segundo trimestre; véase el tercer panel del gráfico B). El factor que más contribuyó a esta evolución fue un aumento del gasto en bienes de consumo duradero. Además, las entidades participantes señalaron, por primera vez, que la confianza de los consumidores constituyó una contribución positiva a la demanda neta.

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

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo intensa en agosto del 2005. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras ascendió ligeramente con respecto al reducido nivel observado en el mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM continuó siendo elevada. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se incrementó considerablemente en julio y agosto. No obstante, este aumento se debió principalmente a una revisión estadística.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo elevada en agosto aunque continuó descendiendo, y cayó hasta el 7,1%, desde el 7,3% de julio. Esa tasa fue atribuible, en gran medida, a la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo, que disminuyó ligeramente, hasta el 7,8%, en agosto. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó hasta el 1,1% en agosto. El leve descenso observado en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo fue consecuencia, fundamentalmente, de la nueva reducción de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a tipo de interés variable, que se redujo hasta el 19,8% en agosto, desde un máximo del 22,1% de junio.

Si se considera la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 2,2% en agosto, desde el 1,5% de julio (véase cuadro 3). No obstante, los datos desestacionalizados indicaban que la tasa de crecimiento de seis meses anualizada cayó hasta el 1,7% en agosto, desde el 2,5% de julio. Es probable que la relativamente moderada emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se deba a que la financiación mediante este tipo de valores se ha sustituido por otras fuentes de financiación, principalmente préstamos bancarios (véase sección 2.1).

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

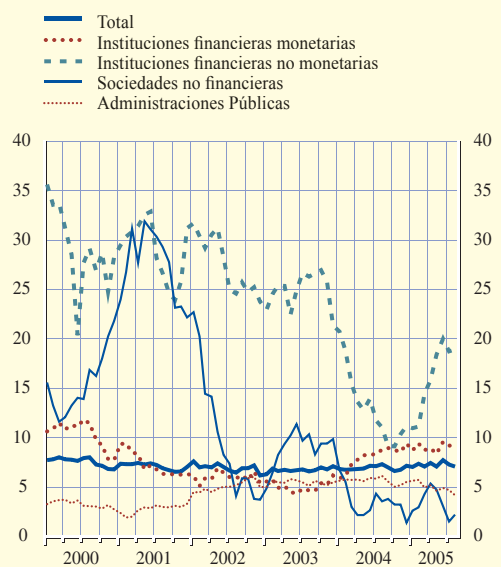
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2005 Ago	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Jul	2005 Ago
Valores distintos de acciones	10.054	7,2	6,8	7,2	7,3	7,3	7,1
IFM	4.030	8,6	8,8	9,1	8,8	9,2	9,2
Instituciones financieras no monetarias	827	11,4	9,9	11,6	17,2	18,7	19,0
Sociedades no financieras	617	3,7	3,0	2,8	4,6	1,5	2,2
Administraciones Públicas	4.580	5,9	5,3	5,5	4,9	4,7	4,2
De las cuales:							
Administración Central	4.313	5,4	4,8	5,1	4,5	4,3	3,7
Otras Administraciones Públicas	268	16,4	14,5	13,7	12,0	12,7	11,9
Acciones cotizadas	4.606	0,9	1,1	1,1	1,0	3,0	3,1
IFM	723	1,7	2,0	2,6	2,2	2,2	2,9
Instituciones financieras no monetarias	447	1,7	1,5	1,0	1,0	1,2	1,2
Sociedades no financieras	3.436	0,7	0,9	0,8	0,8	3,4	3,3

Fuente: BCE.

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

Gráfico 6 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

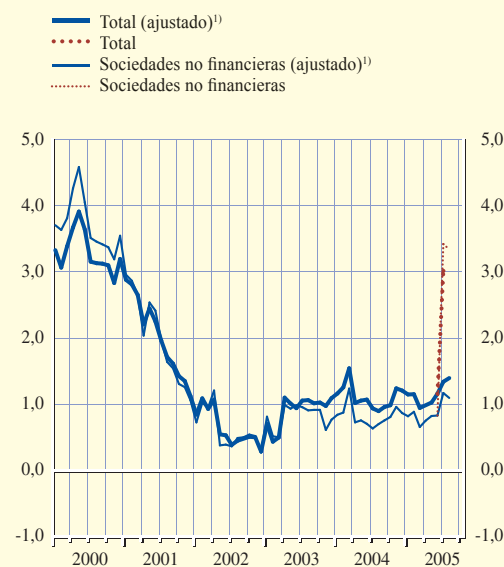
(tasas de crecimiento interanual)



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

Gráfico 7 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. Véase el gráfico 17 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» para el cálculo de las tasas de variación interanual de otros sectores.
1) Las series ajustadas excluyen el efecto de una importante reestructuración empresarial en la que han participado una entidad residente en la zona del euro y una entidad no residente.

Esta evolución queda confirmada por la evidencia cualitativa que aporta la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre del 2005 (véase recuadro 2), cuyos resultados indican que ha aumentado la demanda de préstamos bancarios de las empresas, debido, fundamentalmente, a las crecientes necesidades de financiación de existencias y de capital circulante, de fusiones y adquisiciones y de actividades de reestructuración de empresas, y, por primera vez desde el lanzamiento de la encuesta, de inversión en capital fijo.

En agosto, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM no registró variaciones y fue del 9,2%. El crecimiento de la financiación mediante valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó siendo especialmente intensa, situándose en el 19%, lo que representa el 37% del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM de la zona del euro. El pronunciado crecimiento de la emisión de las IFM estuvo relacionado con las necesidades de financiación resultantes del relativamente acusado crecimiento de los préstamos de estas instituciones al sector privado.

Las sociedades no financieras y las IFM también recurren a las instituciones financieras no monetarias para captar financiación externa de manera indirecta. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las citadas instituciones se mantuvo elevada en agosto, en el 19%, prácticamente sin variaciones. Dentro de este sector, la mayor parte del crecimiento fue consecuencia de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, que se incrementó el 38%, aproximadamente. La importancia de la actividad emisora de las instituciones financieras no

monetarias ha aumentado, como indica el incremento del 19% del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las citadas instituciones en los meses del año transcurridos hasta agosto del 2005, en comparación con un aumento del 2,2% observado en la emisión de las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas descendió ligeramente, hasta el 4,2%, en agosto.

ACCIONES COTIZADAS

En promedio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se incrementó sustancialmente en julio y agosto, como consecuencia, en gran parte, de la revisión al alza de los datos de julio sobre acciones cotizadas emitidas por las sociedades financieras, debido a una importante reestructuración empresarial en la que han participado una entidad residente en la zona del euro y otra no residente. Sin este efecto estadístico, los datos relativos a julio y agosto habrían sido sólo ligeramente superiores a las tasas de crecimiento interanual registradas en los últimos años y, de hecho, en lo que respecta a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual descendió levemente, hasta el 3,3% en agosto, desde el 3,4% de julio. Este moderado repunte general observado en la emisión de acciones se vio favorecido por un aumento de las emisiones brutas relacionadas con ofertas públicas iniciales y ofertas públicas secundarias.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En octubre del 2005, los tipos de interés a un mes del mercado monetario se mantuvieron estables, en general, mientras que los tipos correspondientes a tres meses, a seis meses o a un año se incrementaron notablemente. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación durante el mes. Por otra parte, los tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento entre diciembre del 2005 y junio del 2006 aumentaron considerablemente.

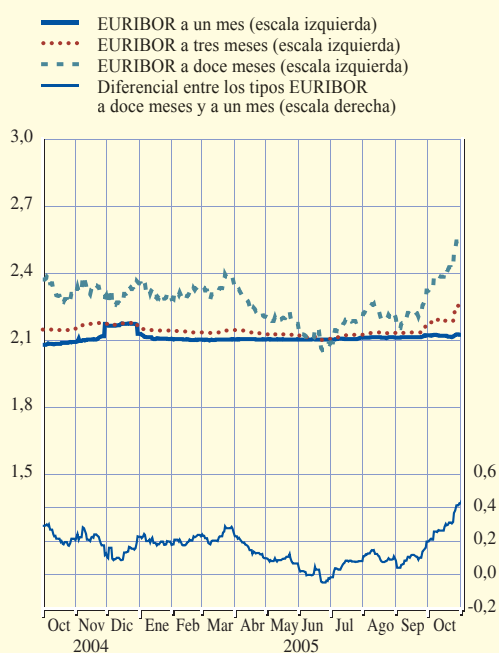
Los tipos de interés a un mes del mercado monetario se mantuvieron, en general, estables en octubre del 2005. En cambio, los tipos del EURIBOR a tres meses, a seis meses y a doce meses se incrementaron 8, 19 y 25 puntos básicos, respectivamente, en el período comprendido entre finales de septiembre y el 2 de noviembre, fecha en que los cuatro tipos de interés del mercado monetario citados se situaron en el 2,12%, el 2,26%, el 2,39% y el 2,57%, respectivamente. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó sensiblemente durante el mes. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se elevó de 20 puntos básicos, a finales de septiembre, a 45 puntos básicos el 2 de noviembre.

De igual modo, entre finales de septiembre y el 2 de noviembre, 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 incrementaron notablemente, entre 19 y 31 puntos básicos. El 2 de noviembre, estos tipos se situaban en el 2,40%, el 2,59% y el 2,74%, respectivamente.

Los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se mantuvieron, en general, estables, en octubre del 2005. El 30 de septiembre, el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) se elevó hasta el 2,15%, debido al efecto de fin de trimestre habitual. Sin embargo, en los días siguientes, el EONIA se redujo hasta el 2,09%-2,10%, ligeramente por encima del nivel observado en septiembre. Cuando se aproximaba el fin del período de mantenimiento de reservas, el EONIA disminuyó gradualmente, y el 11 de octubre cayó hasta el 1,93%, como consecuencia de la abundancia de liquidez. Ese día se ejecutó con éxito una operación de ajuste de absorción de liquidez

Gráfico 8 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

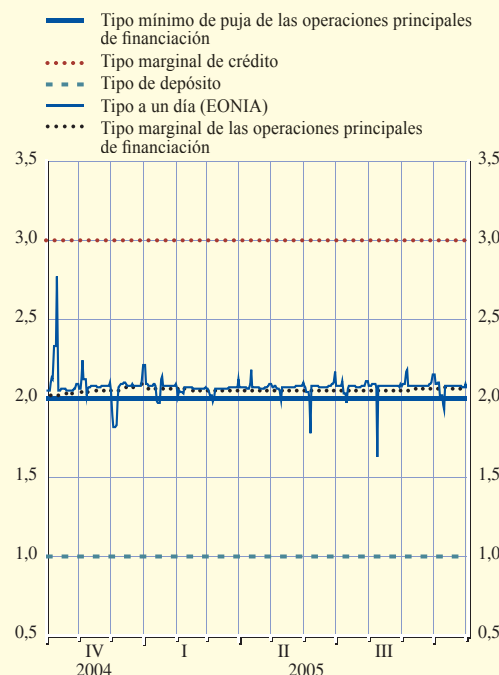
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Gráfico 9 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

con el fin de reestablecer la neutralidad. Los días posteriores, el EONIA se situó en el 2,08%, una evolución acorde con el nivel de los días previos al final del trimestre anterior y del período de mantenimiento de reservas. El EONIA volvió a descender hasta el 2,07% a finales de octubre, excepto el día 31, como consecuencia del efecto de fin de mes.

El tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se elevó del 2,06% al 2,07% en la operación liquidada el 12 de octubre, el primer día del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de noviembre. En respuesta a esta situación, el BCE adjudicó un importe ligeramente por encima del importe de referencia anunciado en la primera OPF. El tipo de interés marginal de las subastas se redujo 1 punto básico en la OPF posterior, pero se estabilizó en las siguientes, mientras que el tipo medio ponderado no registró variaciones y se mantuvo en el 2,07% en todas las operaciones ejecutadas en octubre. Por último, en la OPF liquidada el 2 de noviembre, los dos tipos de interés de las subastas volvieron a caer 1 punto básico, hasta el 2,05% y el 2,06%, respectivamente (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 27 de octubre, los tipos de interés marginal y medio ponderado se incrementaron hasta el 2,17% y el 2,19% respectivamente, esto es, 9 y 10 puntos básicos más que en la operación anterior. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, los tipos de interés de las subastas eran 7 y 5 puntos básicos inferiores, respectivamente.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

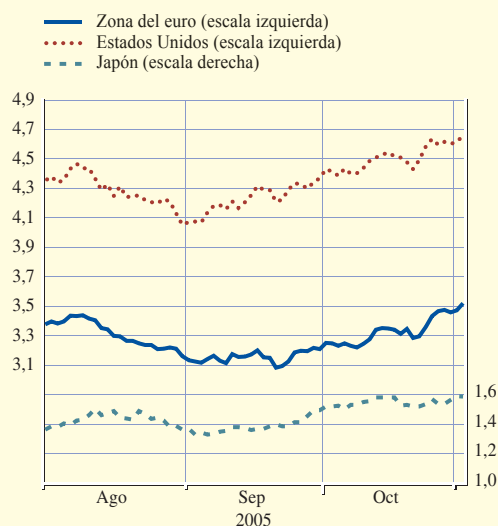
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo en los principales mercados volvió a mejorar en octubre. El aumento de los rendimientos en los mercados internacionales de renta fija fue consecuencia de los incrementos de los tipos de interés reales, lo que, a su vez, tuvo su origen, en cierta medida, en unas perspectivas de crecimiento económico más favorables, tras el moderado descenso de los precios del petróleo. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, según indicaba la volatilidad implícita de estos mercados, se mantuvo bastante reducida en los principales mercados.

En octubre, la evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo fue similar en los principales mercados internacionales. El rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó unos 30 puntos básicos entre finales de septiembre y el 2 de noviembre en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 10). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro permaneció estable y se situó en 115 puntos básicos, aproximadamente, el 2 de noviembre. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó ligeramente en el mismo período. Los inversores en los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos parecieron reaccionar ante la bajada de los precios del petróleo, que se interpretó como una buena noticia para las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija apenas varió en la mayor parte de los principales mercados, como indicó la volatilidad implícita de estos mercados, que permaneció, en general, estable. Los niveles de finales de octubre eran ligeramente inferiores al promedio observado desde 1999 en la mayoría de los principales mercados.

En octubre, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo de Estados Unidos continuó recuperándose de los mínimos registrados a principios de septiembre, cuando la preocupación de los participantes en el mercado acerca de las posibles consecuencias económicas de los acusados incrementos de los precios energéticos y de los daños causados por el huracán Katrina era mucho mayor. Por consiguiente, el posterior descenso de los precios del petróleo pareció causar un impacto en la percepción de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos. A este respecto, el rendimiento real de la deuda pública estadounidense iniciada con la inflación, que debería estar relacionado positivamente con las perspectivas de crecimiento económico, se incrementó a todos los plazos en octubre, si bien se mantuvo en niveles relativamente reducidos. El aumento de la incertidumbre en los mercados bursátiles y la consiguiente reasignación de carteras por parte de los inversores hacia activos más seguros, sustituyendo valores de renta variable por renta fija, pueden haber moderado, en cierta medida, la mejora del rendimiento de los bonos nominales y reales a largo plazo.

Gráfico 10 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

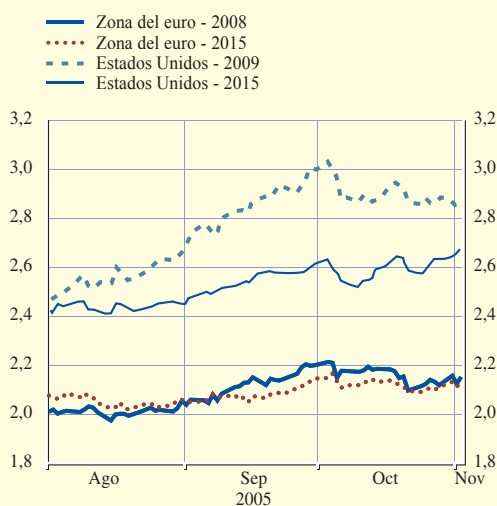


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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 11 Tasas de inflación implícitas de la zona del euro y de Estados Unidos

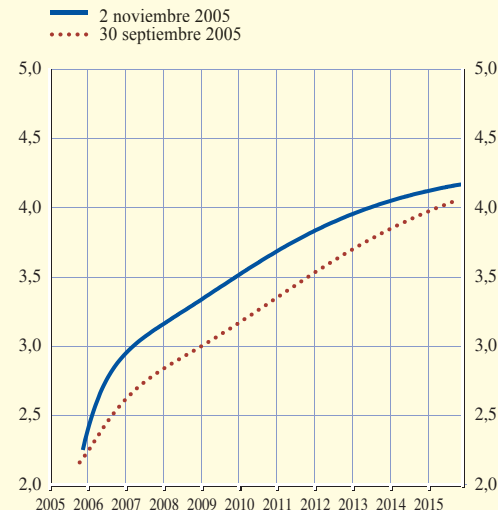
(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 12 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 Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

Al mismo tiempo, la preocupación de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de la inflación parece haber disminuido ligeramente en octubre, como sugiere la moderada reducción de las tasas de inflación implícitas a corto plazo. Esta trayectoria puede estar relacionada con la bajada de los precios del petróleo. No obstante, el nivel de las tasas de inflación implícitas a corto plazo continuaba siendo relativamente elevado a finales de octubre, ya que persistía la preocupación acerca de la posibilidad de acumulación de presiones inflacionistas en la economía estadounidense (véase gráfico 11). Las tasas de inflación implícitas a diez años, obtenidas del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública nominal y la indexada con la inflación de Estados Unidos con vencimiento en el 2015, prácticamente no registró variaciones y se situó en torno al 2,7% el 2 de noviembre.

La incertidumbre de los participantes en el mercado sobre la evolución futura del rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita de los futuros de bonos del Tesoro estadounidense a diez años, apenas varió en octubre, y se mantuvo en niveles relativamente reducidos en términos históricos.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años mejoró en octubre, aunque permaneció en niveles reducidos. La publicación de datos mejores de lo esperado sobre la actividad económica respaldó el rendimiento de la deuda pública. Además, el hecho de que la inflación medida por el IAPC correspondiente a septiembre fuera más elevada de lo esperado ejerció presiones adicionales al alza sobre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro.

El rendimiento de los bonos indexados con la inflación de la zona del euro fue algo más elevado en octubre, sobre todo en horizontes temporales cortos, lo que sugiere que los participantes en el mercado pueden

haberse tornado, en general, algo más optimistas acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo durante el período de referencia. En consecuencia, el rendimiento real de la deuda pública italiana indicada con la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2008, se elevó unos 35 puntos básicos entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. Además de la publicación de datos favorables acerca de la actividad económica y del clima empresarial, la caída de los precios del petróleo fue interpretada por los participantes en el mercado como otro factor importante que respaldaba las perspectivas de crecimiento, y, por lo tanto, ha favorecido el incremento de los tipos de interés reales. Es probable que el hecho de que la inclinación de la pendiente de la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se modificara al alza en todos los plazos, con una elevación más pronunciada a corto plazo, haya estado relacionada con esos factores (véase gráfico 12).

La tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, obtenida del diferencial entre el rendimiento de la deuda pública francesa nominal y la indicada con la inflación con vencimiento en el 2015, prácticamente no se modificó y se situó próxima al 2,1% el 2 de noviembre. Al mismo tiempo, es probable que el descenso de los precios del petróleo contribuyera a contener las expectativas de inflación en horizontes cortos, como sugiere la moderada reducción de las tasas de inflación implícitas a corto plazo.

El nivel de incertidumbre imperante en los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, descendió ligeramente y permaneció en niveles ligeramente por debajo de los registrados en los últimos meses.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto del 2005, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos depósitos y a los nuevos préstamos prácticamente no registró variaciones o se redujo.

En agosto del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron con respecto al mes anterior, excepto los tipos aplicados al crédito al consumo de los hogares, que se elevaron 41 puntos básicos en comparación con julio del 2005 (véase cuadro 4). No obstante, en general, las variaciones a corto plazo de los tipos de interés de esta modalidad de crédito deben interpretarse con especial cautela, ya que el nivel de esta tasa puede variar considerablemente de manera bastante volátil. En conjunto, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a corto plazo fue acorde con la de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario similares, que, en líneas generales, no registraron variaciones.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos corto plazo siguieron un patrón muy similar y no se modificaron en agosto del 2005, con la excepción de los tipos de interés aplicados a los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares, que disminuyeron 12 puntos básicos con respecto al mes precedente.

Si se consideran los doce últimos meses, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los depósitos a corto plazo no se ha modificado, una trayectoria acorde con la estabilidad de los tipos del mercado monetario observada en ese mismo período (véase gráfico 13). Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos y créditos a corto plazo han descendido entre 10 y 35 puntos básicos, aproximadamente, con la excepción de los tipos aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (por importe superior a 1 millón de euros), que prácticamente no han registrado variaciones.

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹²⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta agosto 2005		
	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 II	2005 Jul	2005 Ago	2004 Ago	2005 May	2005 Jul
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,90	1,92	1,94	1,99	1,93	1,95	3	2	2
A plazo a más de dos años	2,54	2,53	2,42	2,29	2,22	2,10	-52	-17	-12
Disponibles con preaviso hasta tres meses									
Disponibles con preaviso a más de tres meses	1,94	2,00	1,98	1,94	2,15	2,03	9	6	-12
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
Depósitos de las sociedades no financieras	0,87	0,89	0,93	0,94	0,94	0,96	9	1	2
A plazo hasta un año									
A plazo a más de dos años	1,99	2,04	2,04	2,01	2,01	2,03	4	1	1
	3,61	3,53	3,23	3,22	2,98	3,05	-65	-31	7
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	6,58	6,72	6,97	6,54	6,56	6,96	-9	12	41
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	3,46	3,49	3,43	3,40	3,31	3,34	-16	-7	3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años									
	4,80	4,76	4,43	4,36	4,07	4,04	-84	-25	-3
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,44	5,40	5,34	5,24	5,13	5,12	-34	-5	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año									
	4,02	4,01	3,98	3,91	3,86	3,89	-14	-3	3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años									
	4,68	4,65	4,45	4,36	4,15	4,13	-58	-9	-1
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									
	3,03	2,99	3,02	2,99	2,96	2,96	-2	-3	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años									
	4,31	4,19	3,96	3,90	3,86	3,78	-40	2	-8
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,12	2,15	2,15	2,14	2,12	2,13	2	0	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,70	2,47	2,39	2,34	2,19	2,24	-29	2	5
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,49	3,18	2,92	2,89	2,66	2,70	-63	-4	4

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.

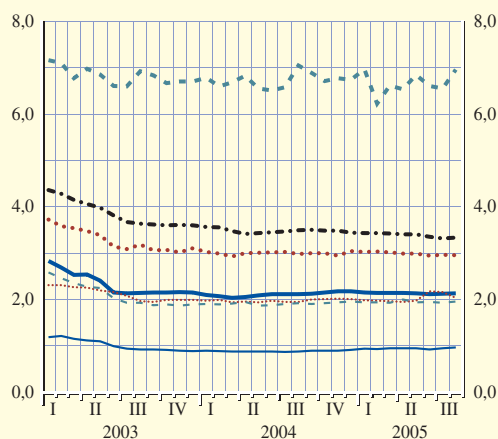
2) Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

En agosto del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo continuó descendiendo ligeramente, y la principal excepción la constituyeron los tipos de los depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras, que se elevaron 7 puntos básicos. No obstante, los tipos de interés agregados de la zona del euro para esta modalidad de depósitos tienden a ser muy volátiles. A diferencia de las disminuciones observadas en la mayoría de los tipos de interés a largo plazo, el rendimiento de la deuda pública a cinco años continuó mejorando y se incrementó 5 puntos básicos en agosto del 2005 (véase gráfico 14).

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

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

- 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



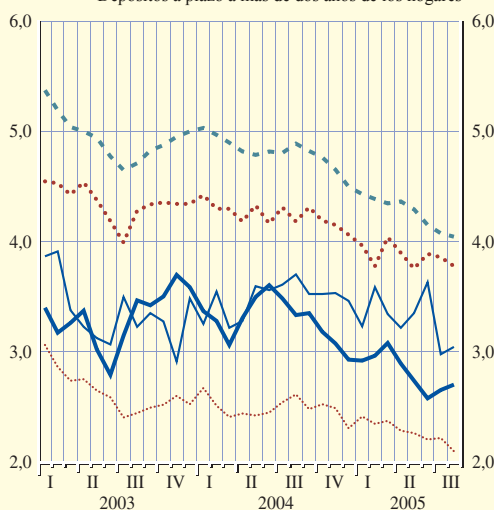
Fuente: BCE.

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

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

- 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.

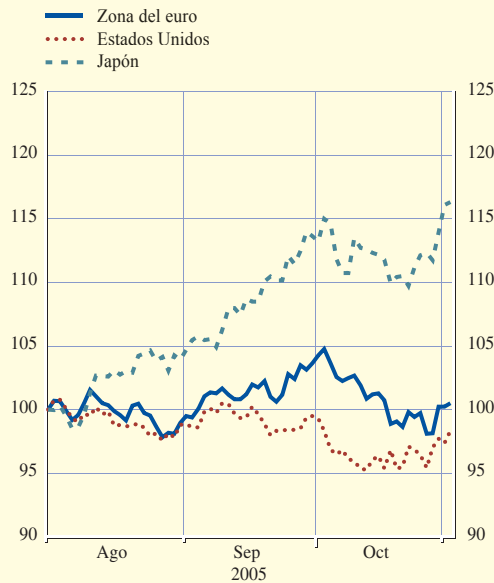
En los doce últimos meses, los tipos de interés de los préstamos y créditos a largo plazo han caído sensiblemente, entre 40 y 85 puntos básicos, y el descenso más acusado ha correspondido a los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda. En el citado período, los tipos de interés aplicados a los depósitos a largo plazo se han reducido entre 20 y 65 puntos básicos, y la mayor disminución ha sido la de los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras (véase cuadro 4). Al mismo tiempo, el rendimiento de la deuda pública a cinco años ha caído 63 puntos básicos.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En octubre, las cotizaciones bursátiles registraron caídas en la zona del euro y en Estados Unidos, como consecuencia, en parte, de la mayor incertidumbre en los mercados de valores. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios de las sociedades cotizadas se mantuvo intenso, lo que probablemente sirvió de apoyo a las cotizaciones bursátiles.

Gráfico 15 Índices bursátiles

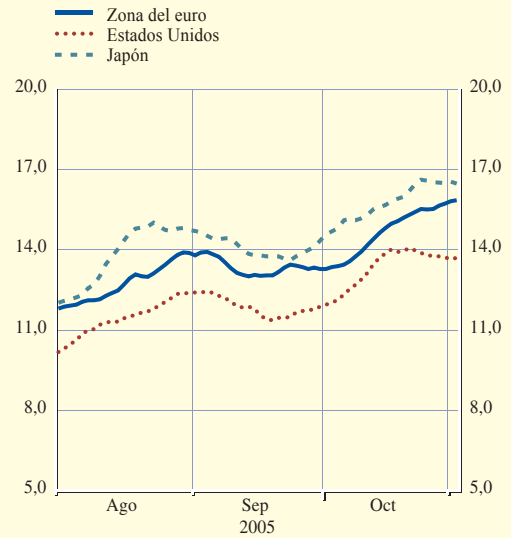
(índice: 1 agosto 2005 = 100; datos diarios)



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 16 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

En octubre, las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en los mercados de la zona del euro registraron una caída, lo que supuso el fin de la tendencia al alza observada en los últimos meses en la zona del euro (véase gráfico 15). Sin embargo, en Japón continuó la tendencia alcista de los últimos meses. Las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos, medidas por los índices Dow Jones EURO STOXX y Standard & Poor's 500, cayeron en torno al 3% y el 1%, respectivamente, entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles en Japón, medidas por el índice Nikkei 225, se incrementaron alrededor del 2% en ese mismo período.

En octubre, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, registró un aumento relativamente pronunciado en los principales mercados (véase gráfico 16).

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles registraron descensos al final del período analizado. Los datos recientes sobre beneficios empresariales sugieren que aunque las empresas estadounidenses han continuado registrando una rentabilidad relativamente elevada en el segundo semestre del 2005, algunas empresas han señalado una reducción del crecimiento de los beneficios el próximo año. La mayor preocupación acerca de la rentabilidad futura y la subida de los tipos de interés a largo plazo podrían haber causado un efecto moderador en las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos. Además, la percepción de un aumento de los riesgos en los mercados de valores podría haber provocado un aumento de las primas de riesgo de las acciones en octubre, lo que ha dado lugar a una caída de las cotizaciones. El incremento de la volatilidad implícita del mercado de renta variable, obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, aportó evidencia a este respecto (véase gráfico 16).

Por otra parte, hay algunas indicaciones de insuficiencia de valores de renta variable de Estados Unidos en las carteras de los gestores internacionales de fondos, lo que también podría haber contribuido a esta evolución.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro también disminuyeron en octubre, en consonancia con la situación en los mercados internacionales de renta variable, como consecuencia del impacto de diversos factores. En primer lugar, la incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, aumentó notablemente durante el período de referencia. En segundo lugar, los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro aumentaron en octubre, reduciendo con ello el valor actual esperado de los futuros pagos de dividendos. En tercer lugar, es posible que algunos inversores hayan empezado a preocuparse por el incremento de las presiones inflacionistas a escala internacional. En términos históricos, las cotizaciones bursátiles tienden a registrar resultados peores de lo previsto en tal entorno. Como factor compensador, el crecimiento de los beneficios empresariales, tanto efectivos como esperados, se mantuvo elevado. Si se considera la evolución por sectores, las cotizaciones en el sector de petróleo y de gas se redujeron en torno al 8% entre finales de septiembre y el 2 de noviembre, como consecuencia de la bajada de los precios del crudo.

3 PRECIOS Y COSTES

La evolución de los precios de la energía explica buena parte del reciente aumento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, que en septiembre alcanzó el 2,6% y que, según el avance de Eurostat, puede haberse moderado ligeramente en octubre, hasta situarse en el 2,5%. Aun así, las presiones subyacentes sobre los precios siguen bastante contenidas. De cara al futuro, es probable que la inflación medida por el IAPC permanezca por encima del 2% en los próximos meses. A medio plazo, persisten los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE OCTUBRE DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se redujo ligeramente en octubre, hasta el 2,5% (véase cuadro 5). Aunque el carácter preliminar de los datos hace que la incertidumbre en torno a esta estimación siga siendo significativa, la información provisional indica que este leve descenso de la inflación general obedeció, principalmente, a la desaceleración del componente energético de los precios, como consecuencia en parte de un efecto de base. Con todo, la tasa de crecimiento de los precios de la energía se mantuvo en un nivel elevado.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN SEPTIEMBRE DEL 2005

En líneas generales, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro creció desde el 2,2% registrado en agosto al 2,6% de septiembre (véase gráfico 17). Este considerable avance de la tasa interanual se debió, principalmente, al repunte de los precios de la energía, aunque si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa de crecimiento interanual del IAPC también aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,5%.

Tras el paso del huracán Katrina a finales de agosto, y poco antes de que el huracán Rita azotara el Golfo de México a comienzos de septiembre, los precios del petróleo y de la gasolina subieron de forma espectacular tanto en los mercados internacionales como en la zona del euro (véase recuadro 4 del Boletín Mensual de octubre del 2005). En concreto, el precio medio de los carburantes de automoción en la zona del euro, que representa en torno al 4% de la cesta de consumo media de los consumidores de la zona, creció casi el 5% entre agosto y septiembre, impulsando al alza la tasa de crecimiento interanual de los precios de la energía.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2005 May	2005 Jun	2005 Jul	2005 Ago	2005 Sep	2005 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5
Energía	3,0	4,5	6,9	9,4	11,8	11,6	15,2	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	1,0	0,6	0,3	1,1	1,1	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	1,5	1,5	1,6	1,7	2,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	.
Servicios	2,5	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,2	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	1,4	2,3	3,5	4,0	4,1	4,1	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	39,4	45,7	48,3	52,0	52,2	49,3
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	1,2	7,6	9,6	11,9	13,2	17,4

Fuentes: Eurostat, HWWA y cálculos del BCE basados en Thomson Financial Datastream.

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

Aún no se dispone de evidencia suficiente acerca de que anteriores subidas de los precios de la energía hayan tenido efectos indirectos significativos sobre los componentes no energéticos del IAPC. La tasa de crecimiento interanual del IAPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados creció levemente en septiembre, aunque ello podría atribuirse en gran medida a dos factores. En primer lugar, un aumento adicional del impuesto sobre el tabaco en Alemania se tradujo en un incremento de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados en la zona del euro, desde el 1,7% de agosto al 2,3% de septiembre. En segundo lugar, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes no energéticos registró un ligero avance en septiembre, relacionado, al parecer, con el final de un descenso inusualmente intenso de los precios de la confección durante la época de rebajas. Pese a todo, la evolución de este componente del IAPC siguió siendo bastante moderada, posiblemente como consecuencia de la aún débil demanda interna y de la intensa competencia internacional a la que se enfrenta el sector. La inflación en los servicios descendió ligeramente desde el 2,3% de agosto hasta el 2,2% de septiembre. En el recuadro 3 se analizan las divergencias que existen actualmente entre esta evolución moderada de los indicadores de la inflación subyacente por un lado y de la inflación general por el otro, al tiempo que se subrayan las limitaciones que presentan los indicadores subyacentes de la inflación a la hora de señalar la tendencia de los precios a medio plazo.

Recuadro 3

COMPORTAMIENTO DISTINTO DE LA INFLACIÓN GENERAL Y DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

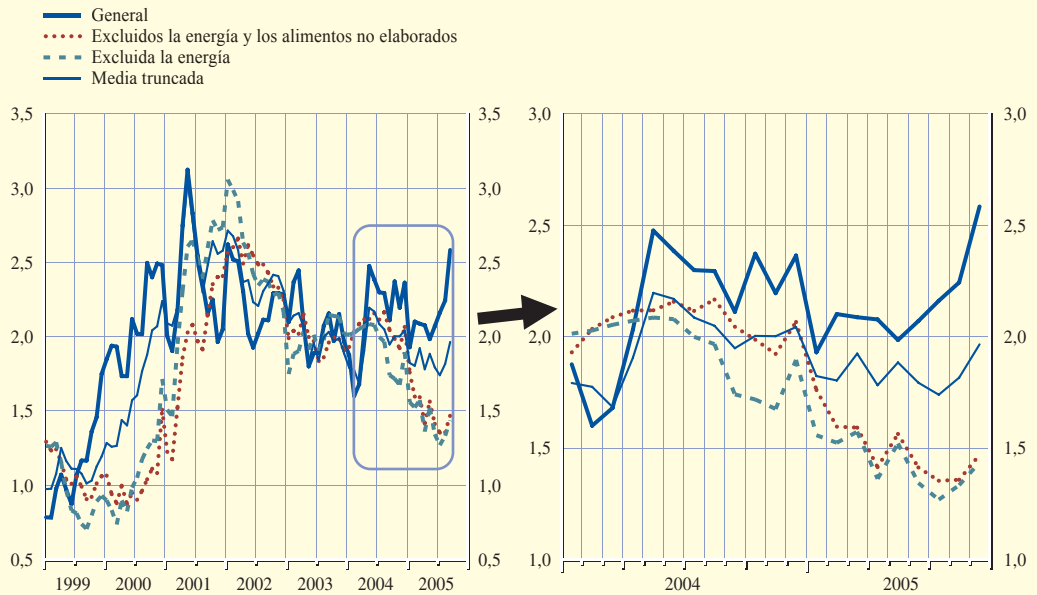
Desde enero del 2005, el comportamiento de la inflación medida por el IAPC y el de los indicadores utilizados habitualmente para la inflación subyacente han registrado divergencias significativas. Por ejemplo, mientras que la inflación general se estabilizó en torno al 2% en el período transcurrido hasta julio del 2005, antes de alcanzar el 2,6% en septiembre, la inflación, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, ha descendido desde aproximadamente el 2% hasta cerca del 1,5% a lo largo de todo el período. Esta no es la primera vez que se produce una brecha tan importante entre los dos indicadores (más de 1 punto porcentual). Desde la segunda mitad de 1999 hasta el 2002, se observó una brecha similar, que se cerró finalmente cuando la inflación subyacente se situó al mismo nivel que la inflación general. En ese caso, en contraposición con los argumentos que se suelen presentar, los indicadores de la presión inflacionista subyacente mostraron, de hecho, un retardo de la evolución del IAPC, en lugar de proporcionar señales fiables de las presiones inflacionistas a medio plazo. En este recuadro se recogen dos mensajes importantes derivados de un análisis de la evolución actual y de una comparación con la evolución anterior, que son los siguientes: (1) no existe una respuesta precisa a la pregunta de cuál es el indicador retrasado, pues depende del carácter de las perturbaciones que afectan a la economía, y (2) la incertidumbre respecto a la naturaleza transitoria o más duradera de las perturbaciones actuales que afectan a la inflación señala la necesidad de ser cautos a la hora de interpretar los relativamente moderados niveles actuales de algunos indicadores de la inflación subyacente.

La relación entre la inflación general y la subyacente depende de la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la inflación

Pueden mencionarse varios tipos de indicadores de inflación subyacente (para más información, véase «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2001). Un tipo de medida, que se puede denominar de «exclusión permanente», se basa en la exclusión de los mismos componentes del IAPC a lo largo del tiempo. Una medida de exclusión permanente utilizada habitualmente para la zona del euro es el IAPC, excluidos los alimentos no

Gráfico A Inflación general e inflación subyacente, perspectivas a corto y medio plazo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

elaborados y la energía, dos categorías que suelen considerarse especialmente volátiles. Otra medida de este tipo que se cita con frecuencia es sencillamente el IAPC, excluida la energía. El segundo tipo de medidas es más ad hoc: en un momento dado excluye de la cesta diferentes componentes, en función de su comportamiento a lo largo del tiempo. La composición del indicador difiere, por lo tanto, de un período a otro. Por ejemplo, la medida de la media truncada a la que hacemos referencia más adelante excluye del índice el 10% de los mayores descensos y aumentos de precios (el 5% de cada lado de la distribución).

Como se ha mencionado anteriormente, mientras que la inflación general se elevó en agosto y septiembre, las medidas de exclusión permanente apuntan a una relajación de la inflación, especialmente desde enero del 2005 (gráfico A). El escenario es ligeramente diferente para la medida de la media truncada, que parece estar entre la inflación general y las dos medidas de exclusión permanente. A diferencia de las dos medidas de exclusión, la media truncada excluye, por construcción, el efecto de algunas perturbaciones a la baja sobre los precios. En los primeros ocho meses del 2005 fue relativamente estable, situándose en torno al 1,7% y al 1,9%, antes de aumentar ligeramente, hasta situarse en el 2% en septiembre. No obstante, la brecha entre esta medida y la inflación general también se ha ampliado últimamente.

Resulta interesante comparar la situación actual con el período comprendido entre mediados de 1999 y el año 2002, en el que se abrió una brecha considerable entre la inflación general medida por el IAPC y las medidas de inflación subyacente. Asimismo, durante este período la diferencia entre la inflación general y la media truncada fue menor que la brecha con las medidas de exclusión permanentes. Al final, todos los indicadores de inflación subyacente convergieron claramente al alza hacia la inflación general. Lo que es evidente si se observa tanto ese período como la situación actual es que una perturbación producida por los precios del petróleo es indudablemente el factor inicial deter-

minante del aumento de la inflación general. Un tipo de perturbación como esa tiene un efecto inicial en la inflación general. Dado que también puede traducirse en efectos indirectos y en posibles efectos secundarios, cabría esperar que los indicadores de inflación subyacente se ajustaran, al menos en parte, al alza, aunque con cierto retraso.

Así pues, cabría esperar asimismo que este retraso en el movimiento al alza de los indicadores de inflación subyacente para situarse de nuevo al mismo nivel que la inflación general se produjera, al menos en cierta medida, en la situación actual. Sin embargo, existen también diferencias importantes entre los dos períodos. En el período comprendido entre los años 1999 y 2002, la perturbación de los precios del petróleo se vio intensificada por la depreciación del euro y por las perturbaciones adversas originadas por los precios de los alimentos y relacionadas con enfermedades de la cabaña ganadera. Además, la demanda interna fue más sólida en los años 1999 y 2000 que en la actualidad, y las presiones de los salarios fueron más intensas. Es posible, también, que la introducción del euro constituyera una perturbación adicional que afectara al IAPC, en particular a los precios de los servicios. Este ejemplo sirve para ilustrar que, para entender la relación entre el IAPC y las medidas de inflación subyacente, es necesario efectuar un análisis del contexto económico. Por ello, la estrategia del BCE se basa en el análisis de todas las perturbaciones que afectan a la inflación general, así como en una amplia variedad de indicadores económicos, para poder efectuar un diagnóstico completo de la situación económica.

La incertidumbre relativa a la naturaleza de las perturbaciones que están afectando actualmente a la inflación es especialmente intensa

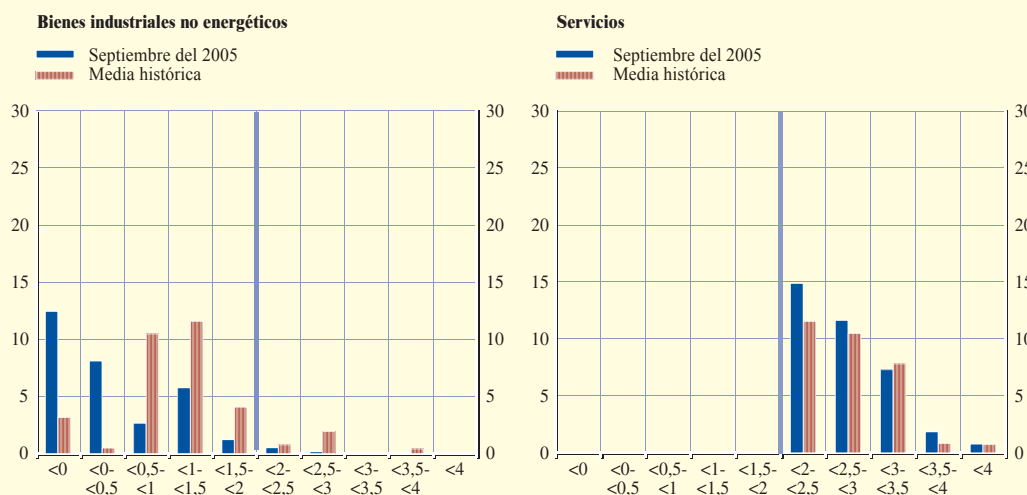
En la actualidad, existe una gran incertidumbre acerca de la naturaleza exacta de algunas perturbaciones que están afectando a los precios, en particular en lo que se refiere a si serán o no permanentes; por ello, excluirlas para obtener una medida de inflación subyacente puede ser engañoso en cuanto a las presiones generales sobre los precios a las que los consumidores pueden tener que hacer frente en el medio plazo.

Por un lado, el comportamiento de los precios del petróleo podría haber cambiado considerablemente, pues la intensidad de la demanda (en particular de China y de otras economías emergentes) y las restricciones de oferta (debidas a una insuficiente capacidad de refinación) podrían durar algún tiempo. Si bien esta conclusión es aún provisional, conviene tener en cuenta esta posibilidad al valorar las perspectivas. Así pues, se puede argumentar que la subida actual de los precios del petróleo no debe considerarse simplemente «volatilidad», por lo que no debe excluirse de los indicadores de la inflación subyacente.

Por otro lado, también existen otras incertidumbres. A partir de la distribución de las tasas de variación interanual, pueden realizarse dos observaciones: los precios de los servicios siguen creciendo con más rapidez que los de los bienes y la distribución de las tasas de variación interanual de estos últimos se ha desplazado claramente hacia la izquierda (gráfico B). Un análisis detallado de los componentes del IAPC pone de manifiesto que este desplazamiento es atribuible a diversos factores. El descenso de los precios de los equipos de alta tecnología existentes en los hogares se ha acelerado recientemente: las tasas de variación de los precios de los equipos fotográficos y de grabación se sitúan en este momento por debajo de sus medias de diez años (1995 a septiembre del 2005) y el precio de los ordenadores en el IAPC también ha disminuido de forma persistente, en torno a un 13%-14% al año. Asimismo, los precios medios de los textiles también se han reducido, situándose hoy día la tasa de crecimiento interanual de sus componentes entre 0,6 y 1,7 puntos porcentuales por debajo de sus medias de diez años. Para muchos bienes manufacturados, sobre todo para los textiles, esta evolución más moderada de los precios puede estar relacionada con el aumento

Gráfico B Distribución de las tasas de crecimiento interanual de los componentes del IAPC

(en porcentaje del IAPC)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Estas cifras muestran la distribución de las tasas de crecimiento interanual de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, con un detalle de casi 100 componentes del IAPC. Una barra para un intervalo dado (por ejemplo, entre 1,5 y 2) informa del porcentaje de componentes del IAPC cuya tasa de crecimiento se encuentra dentro de ese intervalo. La «media histórica» es el crecimiento medio entre 1995 y septiembre del 2005. La línea vertical representa el límite superior de la definición de estabilidad de precios a medio plazo del BCE.

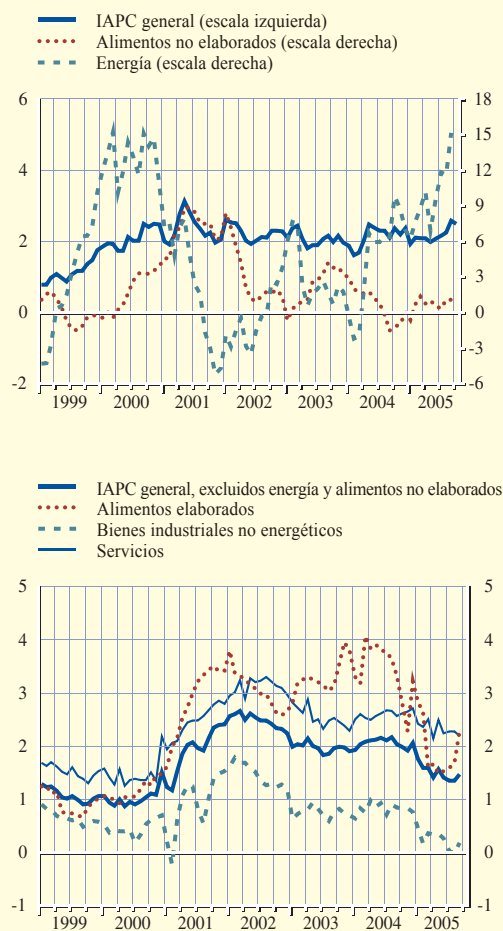
de las exportaciones procedentes de China. Así pues, esta evolución puede persistir durante algún tiempo, incluso si el impacto global de este factor es difícil de calcular (véase el recuadro titulado «Liberalización del comercio y su impacto en el sector textil y de la confección de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005). Si es esto lo que sucede, dicha evolución, que puede contribuir a mantener la inflación en niveles reducidos durante un tiempo, no debe considerarse como pura volatilidad (como ocurre implícitamente con la medida de la media truncada).

Una posible interpretación de este análisis puede ser la de que la economía internacional está experimentando actualmente cambios considerables en los precios relativos, lo que podría reflejar, en parte, la fuerte subida de las exportaciones procedentes de China y de otros países asiáticos. Por un lado, la intensa demanda de recursos de estas economías está ejerciendo presiones al alza sobre los precios de las materias primas; por otro, la creciente importancia de estas economías en los mercados mundiales está fomentando la competencia y contribuyendo a mantener bajos los precios de los bienes manufacturados. Desde ese punto de vista, resultaría engañoso excluir del IAPC sólo un efecto, a saber, la subida de los precios del petróleo, con el fin de evaluar las tendencias de la inflación subyacente. En estos momentos, la incertidumbre respecto a la naturaleza transitoria o permanente de algunas de las perturbaciones que están afectando actualmente a la inflación limita la capacidad de señalar las tendencias inflacionistas a medio plazo de los indicadores de inflación subyacente.

En resumen, un análisis óptimo de la evolución de la inflación a medio plazo no dependerá solamente de los indicadores de la inflación subyacente, sino de un contraste amplio de todos los indicadores, con el fin de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la inflación, así como su posible persistencia. En este contexto, no estaría muy justificado dar prioridad a los indicadores de la inflación subyacente sobre un análisis de las perturbaciones que determinan los precios basado en una amplia gama de indicadores.

Gráfico 17 Desagregación del IAPC por principales componentes

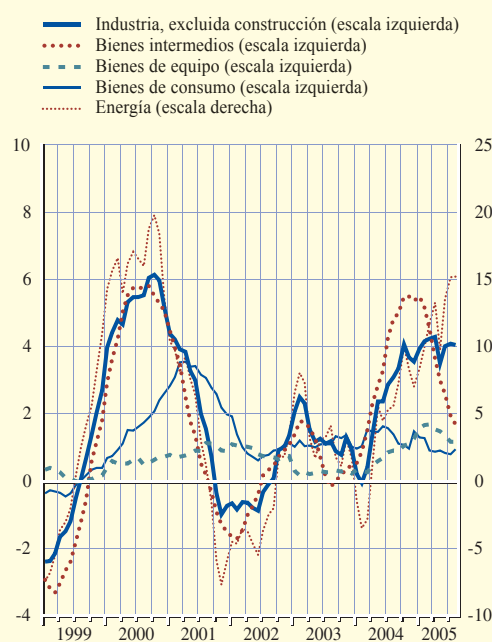
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 18 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

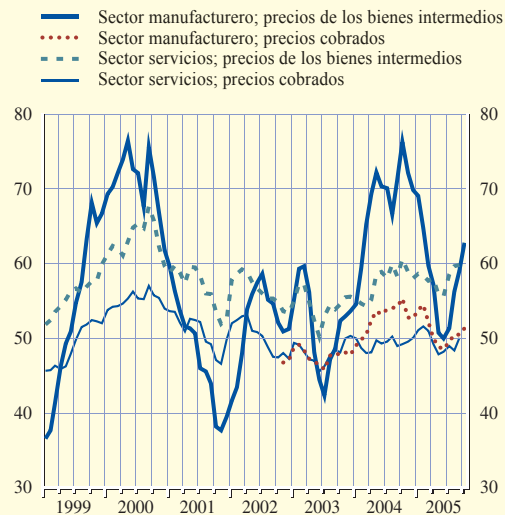
La tasa de variación interanual de los precios industriales fue bastante estable en agosto, manteniéndose en niveles similares a los observados en el primer semestre del 2005 (véase gráfico 18). Mientras que la tasa de variación interanual de los precios energéticos industriales aumentó a causa de la subida de los

precios del petróleo registrada en agosto, la de los precios de los bienes intermedios siguió reduciéndose. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo y de equipo también disminuyó ligeramente, sugiriendo que las alzas anteriores de los precios del petróleo todavía no han tenido efectos indirectos significativos sobre los precios en las fases posteriores del proceso de producción.

De cara al futuro, los indicadores de las encuestas sobre precios para septiembre y octubre apuntan a un aumento considerable de los precios de los bienes intermedios, aunque por el momento sugieren que sus precios de venta registrarán una subida moderada. De hecho, el índice de precios de la zona del euro que recoge los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras aumentó en octubre, hasta alcanzar su máximo desde marzo, mientras que el índice de precios cobrados en las manufacturas se mantuvo en un nivel mucho más bajo. Este desfase entre las variaciones de los precios de los bienes intermedios y el ajuste de los precios de venta podría obedecer a una demora de las empresas para ajustar sus precios finales. También podría explicarse porque, dada la intensa competencia internacional y la debilidad de la demanda interna, las empresas son reacias a trasladar por completo el aumento de los precios

Gráfico 19 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.

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.

de la energía a sus precios de venta, prefiriendo probablemente contener otros costes intermedios o dejar que sus márgenes disminuyan temporalmente.

El panorama no es muy distinto en los servicios, donde el índice de precios de los bienes intermedios también ha subido desde unos niveles ya bastante elevados en términos históricos. En cambio, el índice de precios de producción apenas se ha incrementado, permaneciendo en torno a 50, lo que indica un aumento de precios muy moderado en septiembre (véase gráfico 19).

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Las estimaciones más recientes de los datos de la remuneración por asalariado para la zona del euro apuntan a un descenso de la tasa de crecimiento interanual desde el 1,8% del primer trimestre del 2005 hasta el 1,6% del segundo (véase cuadro 6). Además, las cifras anteriores relativas a esta variable se han revisado sensiblemente a la baja, corrigiendo así el repunte inicial del crecimiento salarial registrado en el primer trimestre del 2005, que se había considerado una sobreestimación debida a factores de carácter estadístico.

En líneas generales, los datos sobre costes laborales de la zona del euro confirman que los salarios se están estabilizando en tasas de crecimiento moderadas y que en el período transcurrido hasta el final del segundo trimestre del 2005 no parece que los precios de la energía más elevados hayan tenido efectos secundarios sobre los salarios. En el primer semestre del 2005, el crecimiento de los salarios negociados y de los costes laborales por hora trabajada se mantuvo prácticamente en consonancia con los niveles registrados en el 2004 y las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en ese mismo período se situaron incluso por debajo de los niveles observados en el 2004 (véase gráfico 20). Al desagregar por sectores las tasas de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, se observa un fuerte descenso del crecimiento salarial en la industria, excluida la construcción, desde comienzos del 2004 (véase gráfico 21). En cambio, en los servicios, a pesar de una cierta volatilidad asociada a factores de carácter estadístico, el crecimiento de los salarios se ha mantenido prácticamente estabilizado desde el segundo semestre del 2004.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

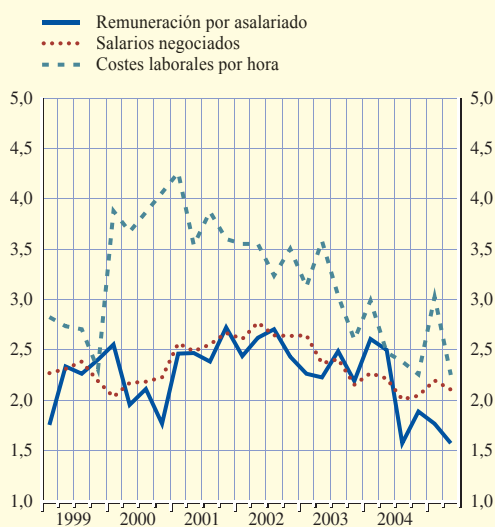
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Indicadores de costes laborales

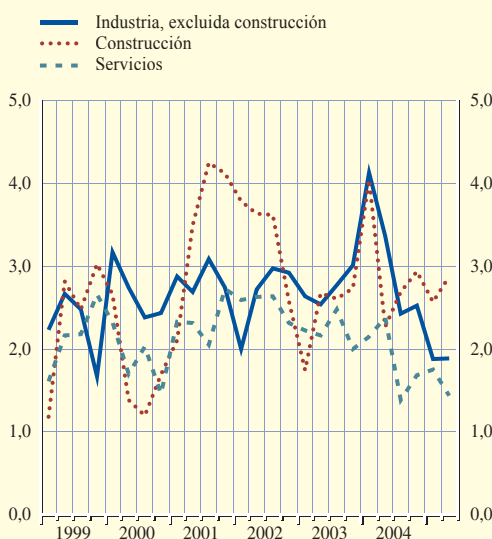
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo a partir del segundo semestre del 2004 se tradujo en un aumento de los costes laborales unitarios a finales de año. En el primer semestre del 2005, el ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado permitió que el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantuviera estable. Como se espera que el crecimiento de la productividad se recupere de forma paulatina, no se prevé que el crecimiento de los costes laborales se desacelere significativamente a corto plazo. Con todo, su tasa actual está prácticamente en consonancia con la valoración de que las presiones inflacionistas procedentes del mercado de trabajo son moderadas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Dada la evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina, las perspectivas a corto plazo para la inflación se han deteriorado sensiblemente y se espera que la inflación de la zona del euro medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% en los próximos meses. Sin embargo, los indicadores más recientes no apuntan a una intensificación de las presiones inflacionistas internas dentro de la zona del euro. En concreto, se mantiene la contención de las subidas salariales en un contexto de crecimiento económico y de perspectivas moderadas para el mercado de trabajo. Esta valoración la comparten numerosos expertos en previsión del sector privado (véase recuadro 4). Sin embargo, no deben perderse de vista los riesgos al alza para la estabilidad de precios. La posibilidad de que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo, junto con los riesgos asociados de efectos secundarios sobre los salarios y una repercusión de los precios del petróleo mayor que la observada hasta el momento justifican una actitud de extrema vigilancia. Así pues, es necesario efectuar un atento seguimiento de la evolución salarial y las expectativas de inflación. Los riesgos al alza para las perspectivas actuales de inflación también se derivan de la incertidumbre en torno a posibles incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

Recuadro 4

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

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima novena encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 18 y el 24 de octubre de 2005. En esta encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

Expectativas de inflación para los años 2005, 2006 y 2007

Los participantes en la presente encuesta revisaron al alza sus expectativas de inflación a corto plazo y esperan que la inflación medida por el IAPC sea en promedio del 2,2% en el 2005 y del 2% en el 2006 (frente al 2,1% y al 1,8%, respectivamente, de la encuesta EPE precedente). Según la opinión cualitativa de los encuestados, resulta evidente que esta revisión al alza se debe en gran medida a la evolución reciente de los precios del petróleo y de la gasolina, así como a sus efectos previstos sobre los precios internos. Las expectativas para el 2007, sin embargo, no han variado, al estimar la gran mayoría de los participantes en la encuesta que el alza de los precios de la energía no tendrá efectos secundarios en los salarios. De hecho, se considera de forma generalizada que la moderada evolución de los salarios, junto con la intensa competencia internacional y la continua debilidad de la demanda interna, contribuyen significativamente a limitar las presiones inflacionistas.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

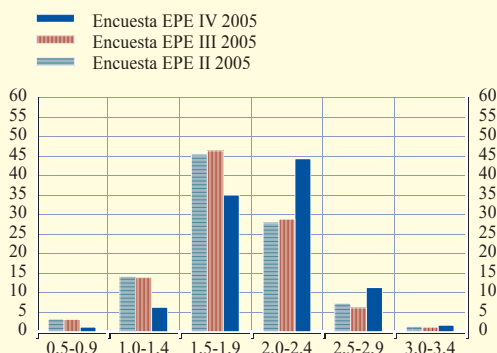
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2005	Sep 2006	2006	Sep 2007	2007	A largo plazo ²⁾
Encuesta EPE IV 2005	2,2	1,8	2,0	1,8	1,8	1,9
Encuesta EPE anterior (EPE III 2005)	2,1	-	1,8	-	1,8	1,9
Consensus Economics (octubre 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Crecimiento del PIB real	2005	2006 II	2006	2007 II	2007	A largo plazo ²⁾
Encuesta EPE IV 2005	1,3	1,7	1,7	2,0	2,0	2,1
Encuesta EPE anterior (EPE III 2005)	1,4	-	1,8	-	2,0	2,1
Consensus Economics (octubre 2005)	1,3	-	1,6	-	1,9	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2005)	1,3	-	1,6	-	1,8	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2005	Ago 2006	2006	Ago 2007	2007	A largo plazo ²⁾
Encuesta EPE IV 2005	8,7	8,5	8,5	8,2	8,2	7,5
Encuesta EPE anterior (EPE III 2005)	8,9	-	8,7	-	8,4	7,6
Consensus Economics (octubre 2005)	8,8	-	8,6	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2005)	8,8	-	8,6	-	8,5	8,0

1) En porcentaje de la población activa.

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

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2006 en las tres últimas encuestas EPE¹⁾

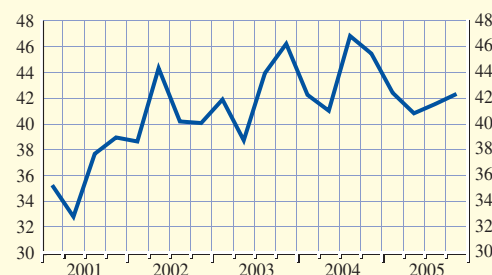
(en porcentaje)



1) Corresponde a la agregación de cada distribución de probabilidad individual asignada por los expertos en previsión económica.

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

(en porcentaje)



El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una distribución de probabilidad a sus previsiones. Esta distribución proporciona información sobre la probabilidad, expresada en porcentaje, de que los resultados futuros se encuentren dentro de un intervalo determinado. La distribución de probabilidad derivada de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que los resultados se sitúen por encima o por debajo del intervalo más probable. Aunque la práctica totalidad de los encuestados espera que las presiones inflacionistas permanezcan contenidas en el corto plazo, las distribuciones de probabilidad correspondientes al cuarto trimestre del 2005 indican un ligero desplazamiento al alza de los riesgos. El gráfico A, que muestra la distribución de probabilidad agregada relativa a las tasas medias anuales de la inflación medida por el IAPC para el 2006 de las tres últimas encuestas, indica que los riesgos asociados se han desplazado claramente al alza, y los participantes en la EPE consideran que la probabilidad de que, en el año 2006, la inflación se sitúe realmente entre el 2% y el 2,4% es ahora del 44%, frente al 29% de la encuesta anterior¹. De hecho, algunos de ellos destacaron el riesgo de un aumento de los precios del petróleo y otros señalaron también la posibilidad de un alza de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a cinco años vista se mantienen en el 1,9%, el mismo nivel de los últimas dieciséis encuestas, en consonancia con las estimaciones publicadas recientemente por el Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico B, la probabilidad de que la inflación a cinco años vista pueda situarse en el 2%, o por encima de este valor, aumentó ligeramente en el cuarto trimestre del 2005, lo que apunta a un leve incremento en la percepción de riesgos alcistas para la inflación a largo plazo.

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

Gráfico C Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación interanual)



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

Los resultados de la encuesta EPE pueden compararse también con un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, calculadas como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación. Las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012 y el 2015, han ido creciendo desde junio del 2005 (véase gráfico C)². No obstante, las tasas de inflación implícita no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, pues pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, su evolución podría reflejar, en parte, una mayor incertidumbre entre los inversores respecto a la inflación futura y, por tanto, una disposición a pagar una prima de cobertura.

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

Las previsiones de crecimiento del PIB real a corto plazo volvieron a revisarse a la baja, por lo que se espera que este crecimiento se sitúe en el 1,3% en el 2005 y en el 1,7% en el 2006. Esta corrección a la baja de 0,1 puntos porcentuales en cada uno de los años parece haberse debido, en gran medida, a los resultados relativamente desfavorables de los datos publicados en el primer semestre de 2005, así como a los efectos negativos de la subida de los precios del petróleo. La recuperación gradual del crecimiento del PIB que prevén los encuestados supone que en el año 2007 volvería a alcanzarse una tasa de crecimiento anual del 2%. Las favorables condiciones de financiación, la estabilidad de precios y la mejora de la rentabilidad (consecuencia, principalmente, de una reducción de los costes laborales unitarios) se consideran factores clave que podrían contribuir a la recuperación de la inversión. Las expectativas de riesgos para el período analizado apuntan en general a la baja, dependiendo fundamentalmente, según los encuestados, del impacto de los precios del petróleo.

Las previsiones de la EPE para el 2005 concuerdan con las estimaciones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics, aunque son algo más optimistas para el 2006 y el 2007 (véase cuadro).

Por último, las expectativas de crecimiento del PIB real a cinco años vista se sitúan en el 2,1%, al igual que en la encuesta anterior. La mayoría de los encuestados considera que las perspectivas de crecimiento a más largo plazo dependen en gran medida de las reformas estructurales.

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

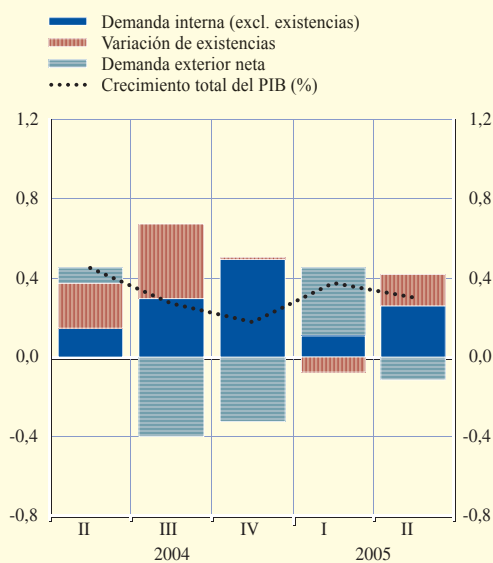
Estas perspectivas de crecimiento económico algo más pesimistas no impidieron que las previsiones de la tasa de paro de la zona del euro para el período comprendido entre el 2005 y el 2007 se revisaran a la baja en 0,2 puntos porcentuales, lo que se debió principalmente a las revisiones estadísticas de la tasa de desempleo oficial que se publicaron entre la EPE para el tercer trimestre de 2005 y la correspondiente al cuarto trimestre. El perfil de las previsiones se mantiene sin cambios, observándose un descenso gradual de la tasa de paro de la zona del euro a lo largo del horizonte analizado. Las expectativas de desempleo a largo plazo para el 2010 también se revisaron a la baja, hasta situarse en el 7,5%, aunque se insistió de nuevo en que esta previsión estaba condicionada por las reformas del mercado de trabajo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Aunque el crecimiento del PIB real fue moderado en el primer semestre del 2005, los últimos indicadores, respaldados por los favorables fundamentos económicos, siguen apuntando a una recuperación gradual de la actividad económica a partir del segundo semestre del año. En concreto, los datos procedentes de las encuestas continúan mostrando señales de mejora, acordes con el aumento de la actividad en el tercer trimestre y al inicio del cuarto. Se observan, asimismo, algunos indicios de mejora en el mercado de trabajo. Este panorama de fortalecimiento paulatino de la actividad está en consonancia con las últimas previsiones realizadas por organismos internacionales e instituciones del sector privado. No obstante, siguen existiendo algunos riesgos a la baja en este escenario, relacionados principalmente con los precios del petróleo.

Gráfico 22 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional para el segundo trimestre del 2005 confirmó que el crecimiento económico de la zona del euro mantuvo su moderación en el primer semestre del año, siendo el ritmo de expansión similar al del segundo semestre del año pasado. El PIB real registró un crecimiento intertrimestral del 0,3% en el segundo trimestre del 2005, sin cambios con respecto a la primera estimación, tras el incremento del 0,4% observado en el primer trimestre (véase gráfico 22). De hecho, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se ha mantenido en general estabilizada en niveles relativamente bajos desde que se inició la recuperación a mediados del 2003. Por lo tanto, la actual reactivación económica parece ser bastante débil desde un punto de vista histórico. En el recuadro 5, titulado «La actual recuperación de la zona del euro desde una perspectiva histórica» se compara la fase de expansión actual en la zona del euro con recuperaciones anteriores de comienzos de los años ochenta y noventa y se describen algunos de los factores que podrían explicar las diferencias entre ellas.

Recuadro 5

LA ACTUAL RECUPERACIÓN DE LA ZONA DEL EURO DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

La actual recuperación de la economía de la zona del euro, que sigue al prolongado período de lento crecimiento registrado entre mediados del 2001 y mediados del 2003, ha sido bastante moderada si se compara con las recuperaciones observadas a comienzos de los años ochenta y noventa. El objetivo de este recuadro es situar la recuperación en curso en una perspectiva histórica y comentar el papel de algunos factores importantes que explican, en parte, la relativa debilidad de la recuperación registrada hasta la fecha.

El crecimiento del PIB real en las distintas recuperaciones

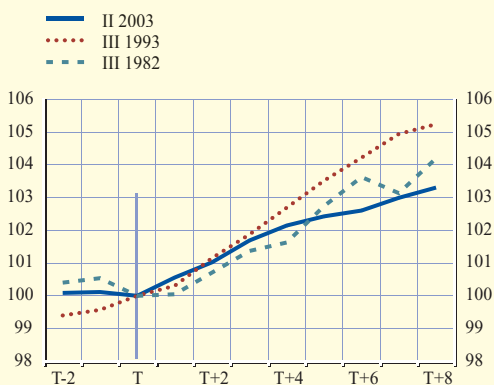
Aunque las fechas del ciclo económico de la zona del euro no son aceptadas de forma generalizada, el Centre for Economic Policy Research (CEPR) estableció un Comité de Datación del Ciclo Económico en el año 2003 para identificar los máximos y los mínimos cíclicos de la zona del euro¹. A partir de los puntos de inflexión de comienzos de los años ochenta y noventa identificados por el Comité (más concretamente, de los mínimos cíclicos observados en el tercer trimestre de 1982 y de 1993), se pueden realizar comparaciones con la actual recuperación. No se ha identificado aún ningún mínimo para esta última recuperación, pero a efectos de este análisis se supone que se ha iniciado en el tercer trimestre del 2003, cuando el crecimiento intertrimestral del PIB real retornó a valores significativamente positivos (tras registrar valores negativos en el segundo trimestre).

Teniendo en cuenta estas fechas, el ritmo de la actual recuperación parece ser relativamente moderado si se compara con las dos recuperaciones anteriores. Por ejemplo, en los ocho trimestres transcurridos desde el mínimo alcanzado en el tercer trimestre del 2003, el PIB real se ha incrementado, en conjunto, un 3,3%, es decir, 1,8 puntos porcentuales por debajo del aumento registrado en la recuperación de los primeros años de la década de los noventa y 0,9 puntos porcentuales por debajo del observado en la recuperación de comienzos de los años ochenta (véase gráfico A). Esta última recuperación mencionada parece ser bastante similar a la recuperación en curso en términos de la dinámica global de crecimiento. No obstante, mientras que el crecimiento tendió a fortalecerse durante la recuperación de comienzos de los años ochenta (el crecimiento medio intertrimestral fue del 0,4% en el primer año de la recuperación y del 0,6% en el segundo), en la recuperación actual ha sucedido lo contrario (el crecimiento medio intertrimestral fue del 0,5% en el primer año de la recuperación y del 0,3% en el segundo)².

Resulta, asimismo, interesante identificar la dinámica de los principales países de la zona del euro que subyace al comportamiento que se acaba de mencionar para la zona del euro. Para ello, es preciso comparar las recuperaciones que se han producido recientemente en los distintos países de la zona del euro con las que se registraron a comienzo de los años ochenta y noventa. Sin embargo, conviene hacer importantes salvedades al comparar las recuperaciones de la actividad económica en los cinco principales países de la zona. En concreto, las fases de expansión se han seleccionado en función de la información existente para la zona del euro en su conjunto, pero es evidente que existen diferencias en los ciclos económicos de los distintos países. Por ejemplo, en contraposición con otros varios países

Gráfico A PIB real de la zona del euro en las distintas recuperaciones

(niveles, números índices con el mínimo cíclico igual a 100)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea y, para los años ochenta, de la publicación «An area-wide model (AWM) for the euro area», de G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, ECB Working Paper n.º 42, enero del 2001.

Nota: La recuperación se inicia en T+1, es decir, un trimestre después del mínimo (T), definido por el CEPR.

1 El Comité de Datación del Ciclo Económico de la Zona del Euro del CEPR anunció su decisión con respecto a los puntos de inflexión en septiembre del 2003 (véase <http://www.cepr.org/data/Dating/>).

2 Aunque las distorsiones resultantes de los ajustes por días laborables afectan a las tasas de crecimiento del cuarto trimestre del 2004 y del primer trimestre del 2005, persiste el escenario de crecimiento débil.

PIB real de los cinco principales países de la zona del euro en las distintas recuperaciones

(tasa de variación acumulada)

	Crecimiento acumulado del PIB real – cuatro y ocho trimestres después del mínimo cíclico de la zona del euro											
	Zona del euro		Alemania		Francia		Italia		España		Países bajos	
	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8
III 1982	1,6	4,2	2,0	6,0	1,6	2,8	1,9	4,8	1,5	3,6	2,9	5,0
III 1993	2,7	5,2	2,6	4,7	1,9	3,8	3,2	5,7	2,2	6,8	2,6	5,8
II 2003	2,1	3,3	1,6	2,2	2,8	4,0	1,2	1,3	3,1	6,6	1,8	2,8

Fuente: Véase gráfico A.

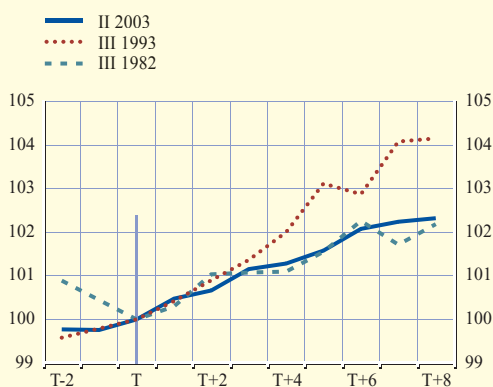
de la zona que experimentaron una recesión en el 2003, en España sólo se produjo una ligera desaceleración de la actividad económica. Cabe efectuar consideraciones similares para los Países Bajos en 1993, pues el país sólo experimentó una leve ralentización de la actividad, pero nunca registró una fase de contracción. Teniendo en cuenta esas diferencias, en el cuadro se compara la evolución del PIB real en cinco países de la zona a partir de los mínimos cíclicos registrados en el tercer trimestre de 1982 y de 1993 y en el segundo trimestre del 2003. Esa comparación muestra que la recuperación en curso ha sido mucho más moderada que las dos recuperaciones anteriores en Italia, Alemania y los Países Bajos. Por el contrario, el crecimiento del PIB en Francia y en España ha sido mucho mayor a partir del tercer trimestre del 2003, si se compara con la media de las dos recuperaciones anteriores.

La contribución al crecimiento de los componentes del gasto durante las recuperaciones

Si se compara la evolución de los distintos componentes de la demanda durante las recuperaciones, se observa que la contribución de la demanda interna durante la fase de expansión actual ha sido considerablemente más moderada que en la recuperación de los años noventa, pero no más que en la de los primeros años ochenta (véase gráfico B). Pueden extraerse conclusiones similares para el consumo privado y para la inversión. Por el contrario, recientemente la contribución de la demanda exterior neta ha sido similar a la de la recuperación de la década de los noventa, pero menor que en la de comienzos de los años ochenta (véase gráfico C).

Gráfico B Contribuciones de la demanda interna real de la zona del euro (sin variación de existencias) al PIB real en las distintas recuperaciones

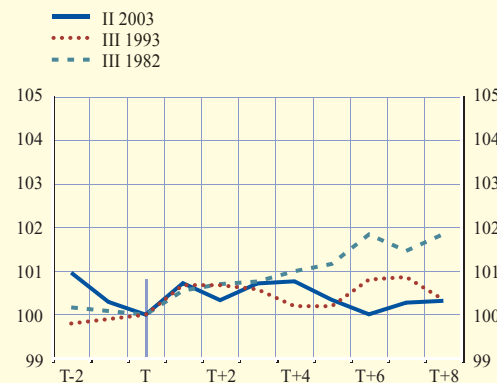
(niveles, números índices con el mínimo cíclico igual a 100)



Fuente: Véase gráfico A.
Nota: La recuperación se inicia en T+1, es decir, un trimestre después del mínimo (T), definido por el CEPR.

Gráfico C Contribuciones de la demanda exterior neta real de la zona del euro al PIB real en las distintas recuperaciones

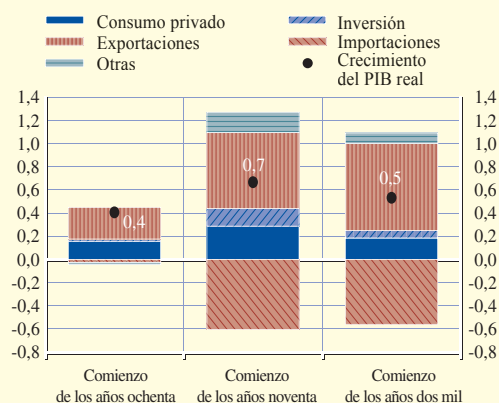
(niveles, números índices con el mínimo cíclico igual a 100)



Fuente: Véase gráfico A.
Nota: La recuperación se inicia en T+1, es decir, un trimestre después del mínimo (T), definido por el CEPR.

Gráfico D Contribuciones medias al crecimiento intertrimestral del PIB real durante el primer año de las recuperaciones registradas en la zona del euro

(contribuciones al crecimiento, en porcentaje)

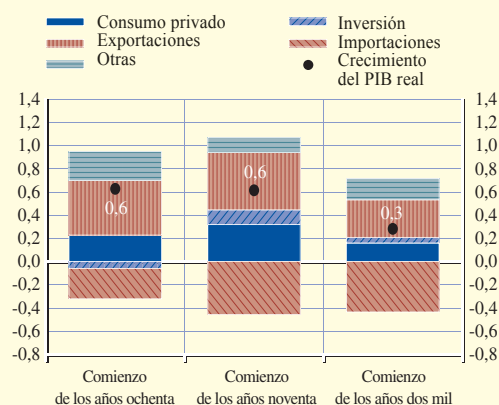


Fuente: Véase gráfico A.

Nota: Las cifras que figuran en el gráfico indican el crecimiento medio intertrimestral del PIB.

Gráfico E Contribuciones medias al crecimiento intertrimestral del PIB real durante el segundo año de las recuperaciones registradas en la zona del euro

(contribuciones al crecimiento, en porcentaje)



Fuente: Véase gráfico A.

Nota: Las cifras que figuran en el gráfico indican el crecimiento medio intertrimestral del PIB.

Si se observa el comportamiento de los componentes del gasto, puede apreciarse que la contribución relativa de algunos componentes varió durante la recuperación. En este sentido, la característica más notable es que la contribución media del crecimiento de las exportaciones en la última recuperación se redujo de forma acusada entre el primer y el segundo año, pasando de un 0,8% a un 0,3% (véanse los gráficos D y E). Por el contrario, durante las recuperaciones anteriores o bien aumentó ligeramente (a comienzos de los años ochenta) o descendió (a comienzos de los años noventa).

Mientras que la fase de expansión de los primeros años de la década de los noventa se caracterizó por una expansión relativamente vigorosa y homogénea del consumo privado en los principales países, la recuperación actual no ha logrado hasta el momento dejarse sentir en el crecimiento del consumo privado en algunos de estos países, sobre todo en Alemania y en los Países Bajos. Desde este punto de vista, la recuperación en curso es bastante similar a la registrada a comienzos de los años ochenta, que se caracterizó también por la debilidad del consumo privado en varios países. Además, Francia, Italia y España han experimentado en la última recuperación un crecimiento de las exportaciones muy moderado, en comparación con las dos recuperaciones anteriores.

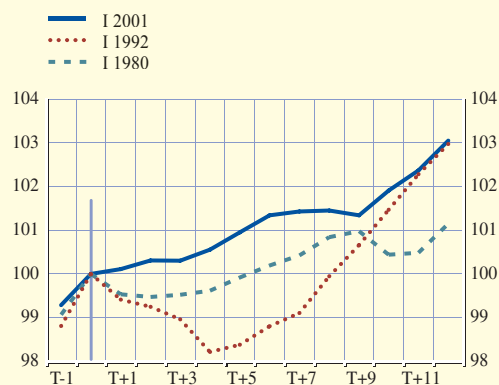
Posibles motivos del lento avance de la actual recuperación

Varios factores pueden contribuir a explicar la debilidad de la recuperación en curso, frente a anteriores recuperaciones registradas en la zona del euro. En primer lugar, en contraposición con previas recuperaciones, la actual ha estado marcada por una combinación de perturbaciones adversas, como las recientes subidas de los precios del petróleo y la considerable apreciación del euro. Este último factor puede explicar, en particular, la relativa moderación del crecimiento de las exportaciones observado en el segundo año de la recuperación. En segundo lugar, existe cierta evidencia acerca de que el crecimiento tendencial del producto potencial ha sido menor en los últimos años, si se compara con los años ochenta y noventa³. A este respecto, la incertidumbre relativa al momento y al alcance de la puesta en

3 Véase el recuadro titulado «Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín Mensual del julio de 2005.

Gráfico F PIB real de la zona del euro en los períodos de desaceleración

(niveles, números índices con el máximo cíclico igual a 100)



Fuente: Véase gráfico A.

Nota: La desaceleración se inicia en T+1, es decir, un trimestre después del máximo (T), definido por el CEPR.

marcha de reformas estructurales en algunos países de la zona del euro puede haber contribuido también a mantener la confianza de los consumidores en un nivel bajo. Por último, hay que tener en cuenta que la desaceleración que precedió a la actual recuperación fue relativamente moderada (véase gráfico F). Por lo tanto, en la medida en que la intensidad de la recuperación tiende a depender de la profundidad de la recesión anterior, no resulta totalmente sorprendente que la actual recuperación sea, en cierta medida, menos dinámica que las anteriores.

Si se observan los distintos países de la zona del euro, las diferencias en su evolución relativa pueden deberse a distintos factores. Los efectos retardados de cambios anteriores en la competitividad precio y no-precio en algunos países pueden ayudar a explicar, en gran medida, las diferencias en su actividad exportadora. Además, las disparidades existentes en el alcance de las reformas estructurales emprendidas en el pasado

—así como la incertidumbre sobre las reformas futuras— pueden explicar algunas diferencias en el patrón de la demanda interna. Por último, en algunos casos las diferencias en la evolución de los países pueden reflejar, en parte, los procesos de convergencia hacia niveles de PIB per cápita más elevados.

Aunque el crecimiento del PIB real en el segundo trimestre no experimentó variaciones entre la primera y la segunda estimación de los datos de contabilidad nacional, se produjeron algunas revisiones en la composición del crecimiento. En particular, se revisó al alza la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, que se considera que es la principal, se estima ahora en 0,4 puntos porcentuales (revisada al alza en 0,3 puntos porcentuales). Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta, que fue de -0,1 puntos porcentuales, se corrigió a la baja, como consecuencia principalmente de un crecimiento más elevado de las importaciones. El aumento de la demanda interna fue atribuible tanto al avance del crecimiento del consumo privado (revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,1%) como al crecimiento de la inversión (revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales, hasta el 0,5%). La contribución de la variación de existencias no se modificó y se mantuvo en 0,2 puntos porcentuales.

El detalle de la inversión por tipo de producto en el segundo trimestre muestra que el repunte de la inversión obedeció, fundamentalmente, al fuerte crecimiento registrado en la inversión en construcción, tras el descenso observado en el primer trimestre del 2005, relacionado con las condiciones meteorológicas. También muestra un ligero descenso en la inversión excluida la construcción durante el segundo trimestre (para más información véase el recuadro 6, titulado «Evolución reciente de la inversión por tipo de producto»).

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN POR TIPO DE PRODUCTO

En la zona del euro, la inversión se incrementó un 0,2% en el primer semestre del 2005 con respecto al segundo semestre del año anterior, lo que representa un aumento inferior al 0,7% observado en el segundo semestre del año pasado (véase gráfico A). En este recuadro se analiza en detalle la evolución de la inversión por tipo de producto en la zona del euro durante el primer semestre del 2005.

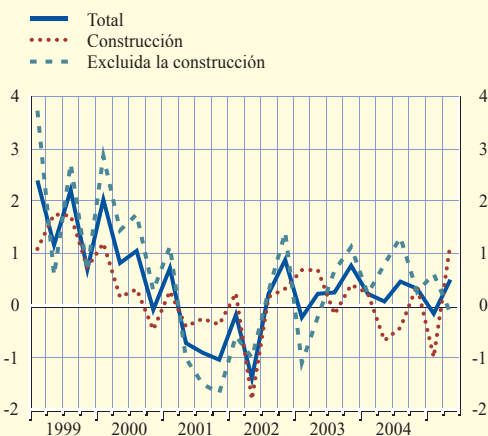
En general, la desaceleración de la inversión ha obedecido fundamentalmente a un descenso de la inversión excluida la construcción. Por el contrario, la inversión en construcción ha contribuido de forma menos negativa al crecimiento de la inversión total en el primer semestre de este año que en el segundo semestre del año pasado. De cara al futuro, se espera que las favorables condiciones de financiación existentes respalden la actividad inversora de la zona del euro. Asimismo, el intenso crecimiento de los beneficios empresariales y la mejora de los indicadores de confianza sugieren la continuación de la recuperación gradual de la inversión.

La inversión excluida la construcción creció a un ritmo más moderado en el primer semestre del 2005 que en el segundo semestre del 2004

En el primer semestre de este año, la inversión excluida la construcción registró un incremento del 0,7%, frente al 1,8% del segundo semestre del año anterior. Esta evolución refleja, en parte, las variaciones de la confianza industrial: el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea empeoró de forma continuada en el período comprendido entre octubre del 2004 y mayo del 2005. No obstante, a partir de este momento ha registrado una mejora, al igual que la utilización de la capacidad productiva. El índice de directores de compras para las manufacturas muestra una evolución similar, de deterioro entre febrero y mayo del 2005 y, posteriormente, de ligera mejora. Por otra parte, el crecimiento de la producción industrial de bienes de equipo (en términos de medias móviles de tres meses), tras descender durante el último trimestre del 2004, se tornó positivo en el 2005. En conjunto, los últimos datos y los indicadores de las encuestas apuntan a un aumento del crecimiento de la inversión excluida la construcción durante el segundo semestre del año.

Gráfico A Total, inversión en construcción e inversión excluida la construcción

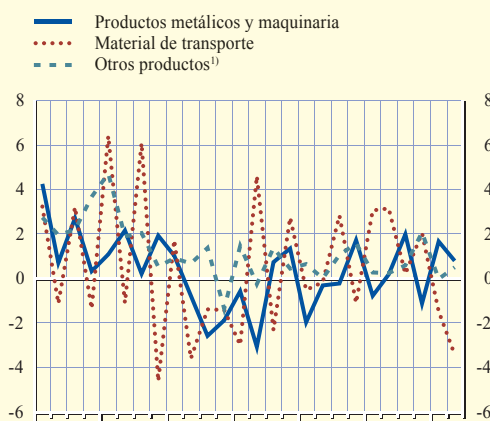
(variaciones intertrimestrales, datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
1) Incluye la agricultura.

Gráfico B Detalle de la inversión excluida la construcción

(variaciones intertrimestrales, datos desestacionalizados)



La ralentización del crecimiento de la inversión excluida la construcción registrada en el primer semestre de este año con respecto al segundo semestre del 2004 se debe, principalmente, a la evolución negativa del transporte (véase gráfico B). El crecimiento de la inversión en material de transporte (que representa aproximadamente un 10% de la inversión total) fue negativo tanto en el primer como en el segundo trimestre. Estos descensos se vieron contrarrestados, en parte, por el crecimiento positivo de la inversión en productos metálicos y maquinaria (que representan aproximadamente un 30% de la inversión total), mientras que el crecimiento de la inversión en otros productos (que representan un 12% del total) fue casi nulo. La caída de la inversión en transporte, si bien no fue considerablemente mayor que la que permite un grado normal de volatilidad, puede explicarse, en parte, por las recientes subidas de los precios del petróleo.

El descenso del crecimiento de la inversión en construcción se suavizó en el primer semestre del 2005

En la zona del euro, la inversión en construcción se redujo, en promedio, un 0,2% en el primer semestre del 2005, tras un descenso del 0,6%, en promedio, en el segundo semestre del año pasado (véase gráfico A). La inversión tanto en construcción residencial como no residencial mostró una evolución similar. Se sabe que estas series son muy volátiles, en parte porque las condiciones meteorológicas tienen una notable influencia sobre la inversión en construcción¹. No obstante, el indicador de confianza de la Comisión Europea para la construcción ha experimentado una mejora significativa en el transcurso del año, lo que puede también constituir un indicador positivo para la inversión.

¹ Para un análisis detallado de la evolución de la inversión en construcción hasta el primer trimestre del 2005 y de los factores que determinan la evolución de la serie, véase el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de septiembre.

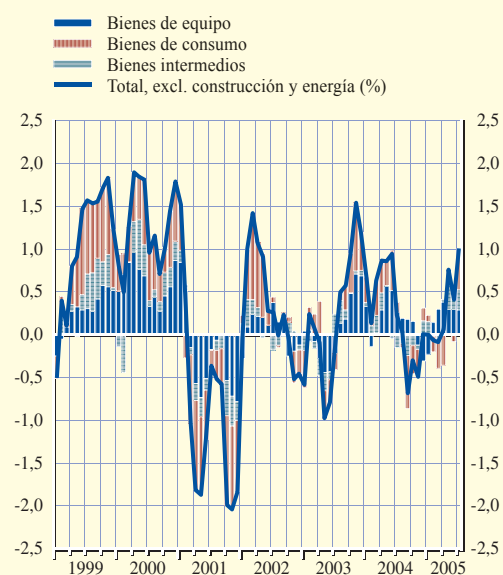
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En lo que se refiere a la composición del crecimiento por ramas de actividad, los datos de valor añadido real en el segundo trimestre del 2005 confirman que tanto la industria como los servicios contribuyeron positivamente al crecimiento. Si bien los servicios explican la mayor parte del valor añadido real de la zona del euro, su contribución en el segundo trimestre fue aproximadamente la mitad que la de la industria (invirtiéndose casi completamente la situación del primer trimestre).

Los datos para julio y agosto sugieren una continuación del repunte gradual y generalizado de la actividad industrial en el tercer trimestre (véase gráfico 23) La producción industrial creció a una tasa intermensual del 0,8% en agosto, frente al 0,5% de junio y al 0,2% de julio. La recuperación de la actividad industrial también se ve reflejada en las tasas de crecimiento intertrimestral registradas en lo que va de año, un crecimiento nulo en el primer trimestre y un 0,7% en el segundo trimestre.

Gráfico 23 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.

Los nuevos pedidos industriales descendieron en términos mensuales en julio y agosto. Sin embargo, en términos de medias móviles de tres meses, la tasa de crecimiento se ha mantenido cercana al 3%, debido al incremento relativamente intenso experimentado en junio. En conjunto, el nivel de los nuevos pedidos seguía situándose en agosto por encima del nivel medio observado en el segundo trimestre.

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

Los datos procedentes de las encuestas tanto para las manufacturas como para los servicios de la zona del euro continuaron mejorando al inicio del cuarto trimestre. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea siguió aumentando en octubre, situándose en estos momentos cinco puntos por encima del mínimo registrado en mayo de este año y aproximadamente al mismo nivel que a comienzos de año. Este incremento refleja una mejora de la valoración de la cartera de pedidos y de las existencias, así como de las expectativas de producción. El índice de directores de compras también experimentó una mejora adicional en octubre. El aumento del indicador de confianza industrial con respecto a los meses anteriores y la mejora del índice de directores de compras proporcionan señales positivas para la actividad tanto en el tercer trimestre como en el inicio del cuarto, lo que es coherente con un repunte gradual del crecimiento (véase gráfico 24).

El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea para la zona del euro registró un incremento relativamente vigoroso en octubre, tras una mejora de menor magnitud en septiembre. En la actualidad se sitúa claramente por encima de su media para el año en curso. No obstante, a pesar de haber alcanzado su valor más elevado en cuatro años, el indicador de la Comisión se mantiene ligeramente por debajo de su media a largo plazo. El índice de actividad industrial de los servicios alcanzó en septiembre su valor más elevado del año, situándose algo por encima de su media a largo plazo. En general, la información procedente de las encuestas proporciona señales positivas sobre el crecimiento de los servicios en la zona del euro durante el tercer trimestre.

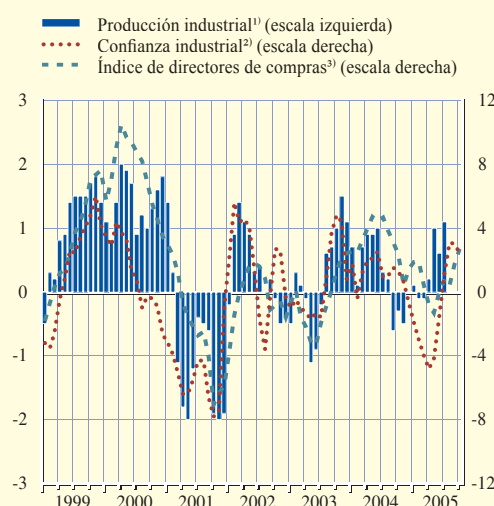
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Pese a una revisión al alza, el crecimiento del consumo privado de la zona del euro fue relativamente débil en el segundo trimestre. Los indicadores disponibles del gasto de los hogares apuntan a la continuación del crecimiento moderado del consumo privado en el tercer trimestre.

El volumen de ventas del comercio al por menor en la zona del euro mostró un leve incremento, en términos de medias móviles de tres meses, en julio y agosto (0,3% y 0,4%, respectivamente). Así pues, el nivel de las ventas al por menor recuperó, aproximadamente, el nivel registrado en mayo y junio de este año. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, se produjo un avance en septiembre, tras los descensos observados en julio y agosto. Por consiguiente, las matriculaciones de auto-

Gráfico 24 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

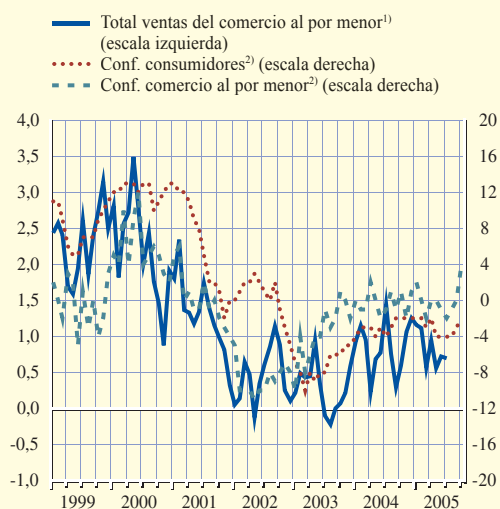
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics 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 25 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

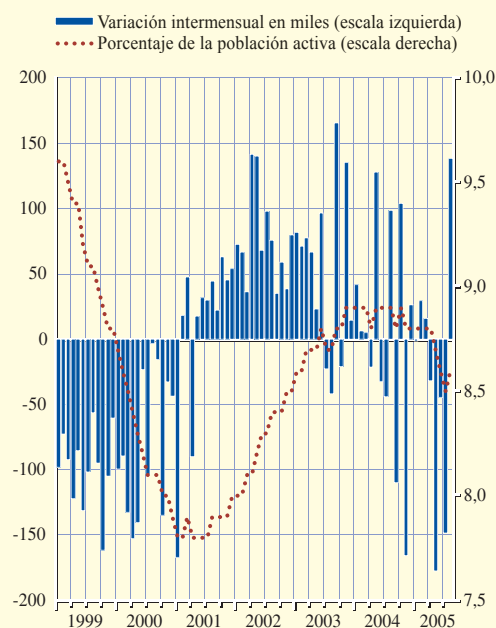
(datos mensuales)



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

Gráfico 26 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

móviles crecieron un 0,5% en el tercer trimestre, frente al 1,8% registrado en el segundo trimestre en su conjunto.

En octubre, el indicador de confianza de los consumidores la Comisión Europea experimentó una nueva mejora. En general, la confianza de los consumidores, aunque se mantiene en un nivel relativamente reducido (y por debajo de su media a largo plazo) muestra algunas señales de mejora gradual y ha recuperado al nivel observado a comienzos de año (véase gráfico 25).

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores disponibles sobre el mercado de trabajo de la zona del euro apuntan a una mejora continua y gradual de la situación a partir del primer trimestre del 2005. En concreto, las expectativas de creación de empleo tanto en la industria como en los servicios mejoraron considerablemente en octubre y corroboran la impresión de una mejora constante, aunque leve, de la situación del mercado de trabajo en 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% de julio (véase gráfico 26). El número de parados, ajustado por factores estacionales, aumentó en 140.000 personas, tras un descenso medio mensual cercano a las 120.000 en los tres meses anteriores. Sin embargo, los últimos datos de desempleo para la zona del euro han de interpretarse con cautela. La evolución de agosto se debió, principalmente, a un incremento de la tasa de desempleo en Alemania,

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	-1,8	-0,8	-0,2	0,0	-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	0,1	-0,9	-0,1
Construcción	0,2	1,0	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	0,4	0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

donde los cambios metodológicos e institucionales en el proceso de recogida de datos dificultan el análisis. Los datos de la zona del euro, excluida Alemania, muestran un descenso paulatino y constante del desempleo en agosto.

EMPLEO

El empleo se incrementó un 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2005, frente al 0,1% del primer trimestre (véase cuadro 7). Este incremento es atribuible, fundamentalmente, a la expansión del empleo en la industria (sobre todo, en la construcción). El crecimiento del empleo en los servicios apenas experimentó variaciones con respecto a los trimestres anteriores. Así pues, la trayectoria seguida en los últimos trimestres apunta a una mejora continua y gradual. No obstante, al interpretar los datos, hay que tener también en cuenta los efectos recientes de las medidas en materia de política laboral adoptadas para estimular el empleo, como la expansión del trabajo a tiempo parcial y del empleo por cuenta propia.

Los datos de la Comisión Europea relativos a las expectativas de empleo de la zona del euro señalan una mejora significativa en octubre tanto en la industria como en los servicios. Sin embargo, esta mejora oculta tendencias divergentes a largo plazo en las dos ramas. Si bien las expectativas de creación de empleo han sido prácticamente estables en la industria desde comienzos de año, éstas han mejorado claramente en los servicios. Las expectativas de empleo en las manufacturas procedentes del índice de directores de compras mejoraron de nuevo en octubre. Según el índice de directores de compras, las expectativas de empleo en los servicios mejoraron en septiembre. Ambos indicadores se sitúan actualmente por encima de la media observada en el segundo trimestre, apuntando con ello a una mejora del empleo tanto en la industria como en los servicios.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En el corto plazo, los últimos datos disponibles están prácticamente en consonancia con la evaluación de que la actividad económica podría fortalecerse en el segundo semestre del 2005, como se menciona en las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de septiembre del 2005 y las últimas previsiones de los organismos internacionales e instituciones del sector privado (véase el recuadro 4, titulado «Expectativas del sector privado para la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2005»). A medio plazo, se mantienen las condicio-

nes para que se produzca un aumento de la tasa de crecimiento económico. En el entorno exterior, el crecimiento actual de la demanda mundial debería respaldar las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, las muy favorables condiciones de financiación y el sólido crecimiento de los beneficios empresariales deberían dar lugar al crecimiento de la inversión. Se espera que el consumo registre una expansión gradual, acorde con el crecimiento moderado 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 la actividad económica siguen estando condicionadas por riesgos a la baja, relacionados fundamentalmente con los precios del petróleo, las preocupaciones sobre los desequilibrios mundiales y la debilidad de la confianza de los consumidores.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras registrar un moderado descenso en septiembre del 2005, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo casi sin variación en octubre. Lo más destacado en la evolución de los mercados de divisas fue un episodio de debilidad generalizada del tipo de cambio del yen japonés frente a otras principales monedas, a pesar de algunas señales positivas para las perspectivas de la economía japonesa.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras experimentar un descenso respecto al máximo de 1,25 dólares estadounidenses registrado a primeros de septiembre del 2005, el euro se estabilizó en torno a 1,20 dólares en octubre. El aumento del diferencial de tipos de interés favorable a Estados Unidos en relación con otras grandes economías parece haber seguido apoyando al dólar, que también se ha visto respaldado por los datos sobre la persistencia del auge de la demanda exterior de activos estadounidenses, como lo demuestra el aumento de las entradas de inversiones de cartera en Estados Unidos por tercer mes consecutivo en agosto. La situación se compensó, en general, con algunas señales de mejora del clima empresarial en la zona del euro, que parecen haber influido positivamente en la moneda única. En este contexto, el euro se situaba el 2 de noviembre de 2005 en 1,20 dólares estadounidenses, es decir, casi sin variación respecto al nivel de finales de septiembre (-0,4%) y un 3,6% por debajo de la media del año 2004.

YEN JAPONÉS/EURO

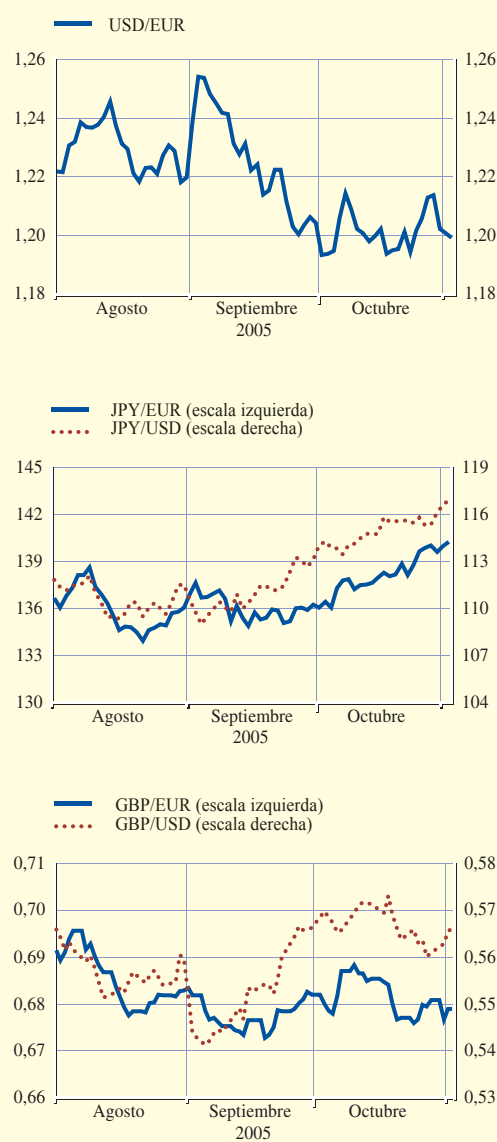
En octubre, el hecho más destacado en la evolución de los mercados de divisas fue un episodio de debilidad general del tipo de cambio del yen japonés frente a otras principales monedas, a pesar de varias señales positivas respecto a las perspectivas de la economía japonesa. Entre los factores que contribuyen a explicar la actual debilidad del yen cabría mencionar el impacto de los elevados precios del petróleo en el superávit por cuenta corriente de Japón y el incremento del diferencial de rendimientos entre Estados Unidos y Japón. El 31 de octubre, el euro cotizaba a 140,3 yenes, es decir, un 2,9% por encima del nivel de finales de septiembre y un 3,6% por encima de la media del año 2004.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II las fluctuaciones fueron muy pequeñas en octubre, manteniéndose la mayoría de las mone-

Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio

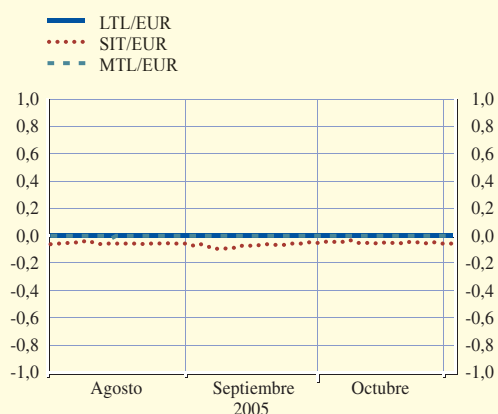
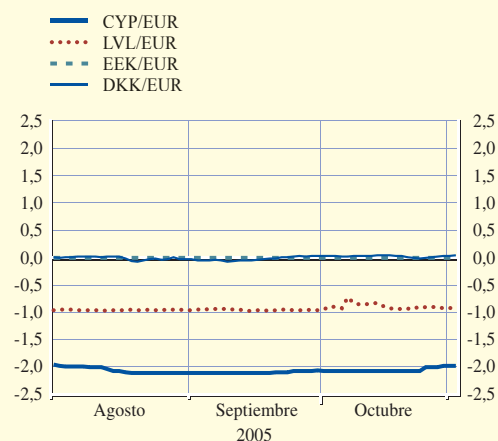
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 28 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 $\pm 15\%$.

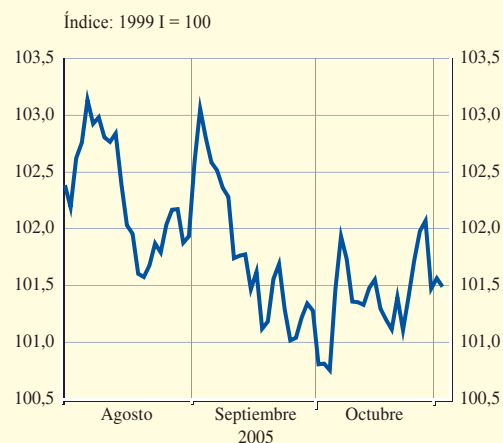
das en la respectiva paridad central o en torno a dicha paridad. Por lo que se refiere a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina en octubre, fortaleciéndose primero para perder, a continuación, todo el terreno ganado inicialmente. El 2 de noviembre, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, es decir, un 0,4% por debajo del nivel de finales de septiembre y casi sin variación con respecto a la media del año 2004. El euro se apreció frente a la corona sueca (un 2,95%) y el zloty polaco (un 1,3%).

OTRAS MONEDAS

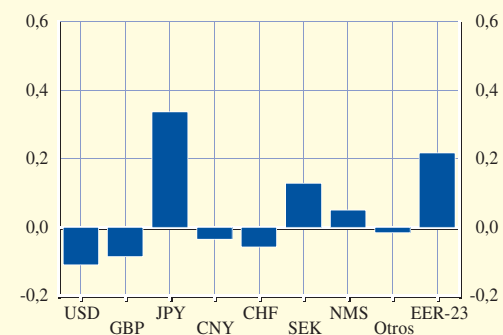
Por lo que respecta a otras monedas no pertenecientes a la UE, desde finales de septiembre el euro se ha depreciado un 0,9% frente al franco suizo. Por el contrario, se ha apreciado frente al dólar australiano y el dólar canadiense (2,3% y 0,6%, respectivamente) recuperando en parte las pérdidas experimentadas durante ese mes.

Gráfico 29 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
30 septiembre 2005 - 2 noviembre 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.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 2 de noviembre, 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 en un nivel próximo al registrado a finales de septiembre y un 2,3% por debajo de la media del año 2004 (véase gráfico 29). La relativa estabilidad del euro en octubre se debe a la interacción de dos factores de signo contrario: la debilidad general del yen japonés y una ligera depreciación del euro frente al dólar estadounidense y la libra esterlina.

5.2 BALANZA DE PAGOS

Los datos de balanza de pagos disponibles hasta agosto del 2005 confirman que las exportaciones de la zona del euro continúan su tendencia ascendente, mientras que las importaciones en términos nominales crecen a un ritmo incluso más rápido, debido sobre todo a la subida de los precios del petróleo. El superávit por cuenta corriente, acumulado de doce meses, de la zona del euro se redujo a 5,2 mm de euros en agosto del 2005, en comparación con los 47,3 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 73 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto del 2005, frente a las salidas netas de 29,4 mm de euros contabilizadas un año antes.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Los últimos datos disponibles sobre la balanza de pagos (agosto del 2005) confirman la solidez de las exportaciones de la zona del euro observada en los meses anteriores. La media móvil de tres meses de las exportaciones nominales de bienes y servicios aumentó en agosto del 2005 un 3,6% en comparación con mayo, debido a los fuertes incrementos de las exportaciones nominales de bienes (casi un 4%) y de servicios (2,6%) (véase cuadro 8). Por su parte, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron un

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	
	Jul	Ago	2004 Nov	2005 Feb	2005 May	2005 Ago	2004 Ago	2005 Ago
Cuenta corriente	-4,7	-6,6	1,9	2,0	1,7	-3,9	47,3	5,2
Bienes	3,0	1,0	5,2	7,3	7,1	3,5	115,7	69,2
Exportaciones	102,7	104,9	95,1	95,0	98,4	102,3	1.092,3	1.172,2
Importaciones	99,7	103,9	89,9	87,7	91,3	98,7	976,6	1.102,9
Servicios	2,3	2,6	2,5	2,5	2,0	2,3	26,4	27,7
Exportaciones	31,8	31,7	30,3	30,7	30,9	31,7	344,7	370,7
Importaciones	29,6	29,1	27,8	28,2	28,9	29,4	318,3	343,0
Rentas	-6,1	-4,5	-1,3	-1,9	-2,7	-5,0	-38,3	-32,6
Transferencias corrientes	-3,8	-5,6	-4,5	-5,9	-4,7	-4,7	-56,5	-59,1
Cuenta financiera¹⁾	-1,9	-1,4	4,1	7,3	2,9	4,9	-3,3	57,6
Total inversiones directas y de cartera	-5,8	-31,8	5,9	2,2	-2,4	18,6	-29,4	73,0
Inversiones directas	-81,2	-15,7	-5,3	-12,7	-3,4	-35,0	-54,3	-169,3
Inversiones de cartera	75,3	-16,1	11,3	14,9	1,0	53,6	24,9	242,3
Acciones y participaciones	90,3	20,2	12,1	7,0	-7,8	55,4	1,6	200,2
Valores distintos de acciones	-15,0	-36,3	-0,8	7,9	8,8	-1,9	23,3	42,1

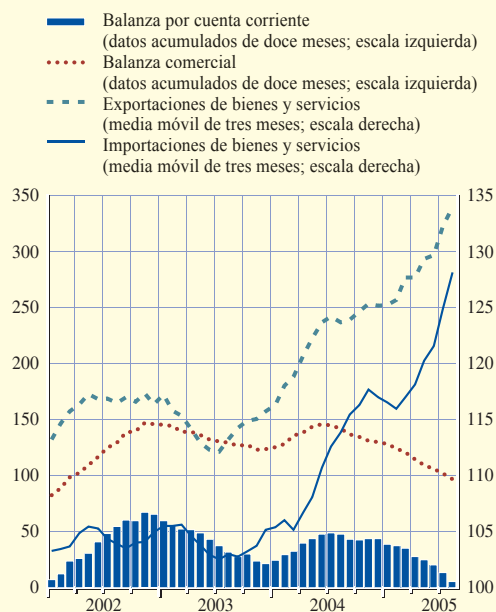
Fuente: BCE.

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

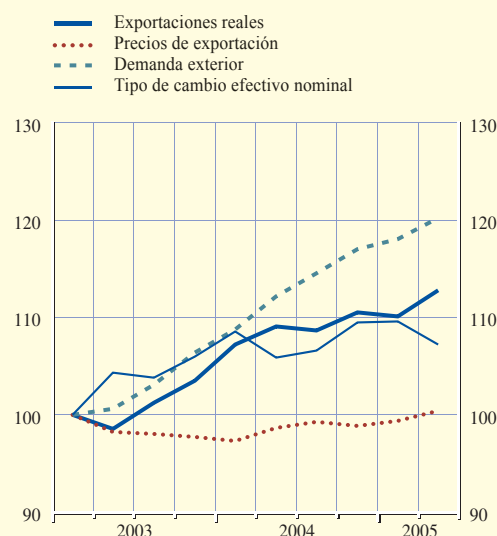
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 31 Exportaciones reales a países no pertenecientes a la zona del euro y principales factores determinantes

(índices: 2003 I = 100; datos trimestrales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre del 2005.

6,6% durante el mismo período, como consecuencia de sendos aumentos del 8,1% en las importaciones nominales de bienes y del 1,7% en las de servicios (véase gráfico 30).

Los datos facilitados por Eurostat respecto a la desagregación del comercio exterior por volúmenes y precios hasta julio del 2005 indican que la reciente fortaleza de las exportaciones nominales de bienes parece deberse, principalmente, a su solidez en términos reales (véase gráfico 31). El repunte de las exportaciones reales registrado en el segundo trimestre del 2005 contrasta con la debilidad observada anteriormente, cuando su incremento en términos reales fue claramente menor que el de la demanda exterior, lo que se debió con toda probabilidad al efecto retardado de la apreciación del euro. La reciente recuperación de las exportaciones podría significar que los efectos de la anterior apreciación del euro están perdiendo intensidad.

Por lo que se refiere a las importaciones, la subida de los precios que se produjo en el verano del 2005, asociada principalmente al petróleo, ha contribuido al sólido crecimiento de las importaciones nominales durante este período (véase gráfico 32). No obstante, dicho crecimiento también parece haber sido estimulado por un aumento de las importaciones reales a principios del tercer trimestre del 2005. Considerando la evolución pasada, los precios totales de las importaciones en euros han aumentado en torno a un 6% desde comienzos del 2003, a pesar de la significativa apreciación que ha experimentado la moneda única durante este período. Este aumento global tiene su origen en la evolución diferenciada de las distintas categorías de importaciones: mientras que los precios de importación de los bienes manufacturados se han reducido en algo más del 1%, los del petróleo se han incrementado en más del 40%. A más largo plazo, parece que el aumento de la proporción de importaciones procedentes de países con bajos costes, como los de Asia (especialmente China) y los

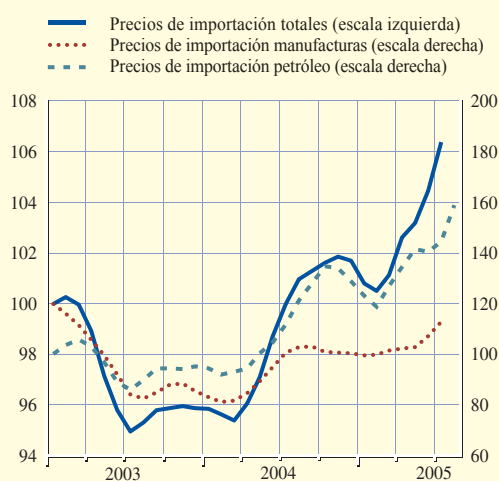
nuevos Estados miembros de la UE, ha ejercido cierta presión a la baja sobre los precios de importación de dichos bienes. En el recuadro titulado «Comportamiento distinto de la inflación general y de la inflación subyacente» de la sección «Precios y costes» se presenta información detallada sobre la divergente evolución de algunos componentes del IAPC. No obstante, los precios de las exportaciones se han mantenido básicamente estables desde el 2003, lo que implica cierto deterioro de la relación real de intercambio desde mediados del 2004.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes se redujo en más de 46,5 mm de euros en agosto del 2005, en comparación con la cifra registrada un año antes, ya que las importaciones nominales crecieron con mayor dinamismo que las exportaciones. Una reducción del déficit de la balanza de rentas (de 5,7 mm de euros) y un moderado incremento del superávit de servicios contrarrestaron, en parte, la caída del superávit de la balanza de bienes; al mismo tiempo el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente (unos 2,6 mm de euros). Como consecuencia de todo ello, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses se redujo en 42,1 mm de euros, situándose en 5,2 mm de euros en agosto del 2005, lo que representa menos del 0,1% del PIB.

La distribución geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, disponible hasta el segundo trimestre del 2005, indica que la acusada caída del superávit acumulado de doce meses, registrado a finales de junio del 2005 (unos 30 mm de euros en comparación con un año antes), se debe, principalmente, a un incremento de casi 48 mm de euros en el déficit frente a «otros países». Durante el mismo período, el superávit frente a Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin variación (en más de 40 mm de euros), mientras que el superávit frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro aumentó en torno a 14 mm de euros, como consecuencia, básicamente, de un incremento en el superávit frente al Reino Unido.

Gráfico 32 Precios de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro

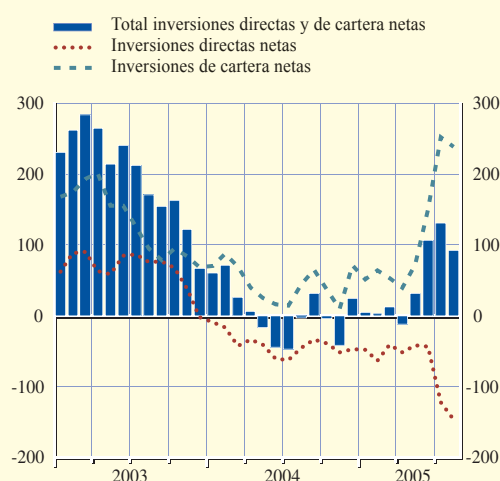
(índices: enero 2003 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio del 2005, salvo los precios de importación del petróleo (agosto del 2005).

Gráfico 33 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.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró salidas netas por importe de 31,8 mm de euros en agosto, como consecuencia de las salidas netas de capital, de cuantía prácticamente equivalente, en sus dos componentes (véase cuadro 8). Tras las salidas netas relativamente grandes de inversiones directas y las entradas netas de valores de renta variable de la zona del euro contabilizadas en julio, principalmente como consecuencia de una operación excepcional, los flujos transfronterizos de inversiones directas y de cartera volvieron a situarse en los niveles medios observados en el primer semestre del 2005. En contraste con las entradas de inversión de cartera en forma de acciones y participaciones, los valores distintos de acciones registraron fuertes salidas netas en agosto, principalmente como resultado de la desinversión en bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes.

Por lo que respecta a la evolución durante los doce meses transcurridos hasta agosto del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas por importe de 73 mm de euros, frente a las salidas netas de 29,4 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 33). Este cambio de dirección de los flujos de capital tiene su origen, en gran medida, en un acusado incremento de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de no residentes, que probablemente estuvieron motivadas, al menos en parte, por los rendimientos relativamente más altos del mercado bursátil de la zona en un contexto de bajos tipos de interés.

El aumento sostenido de las entradas netas de capital en valores de renta fija de la zona del euro observado desde comienzos del 2005 podría haber alcanzado un máximo a principios del verano, ya que en julio y agosto de este año se registraron salidas netas en este tipo de valores. Ello podría deberse al hecho de que los diferenciales de rendimiento de la deuda pública entre Estados Unidos y la zona del euro se han incrementado notablemente, sobre todo, durante el verano.

Al mismo tiempo, la zona del euro continuó registrando constantes salidas netas de inversiones directas, debido, en gran medida, a las inversiones en acciones y participaciones realizadas por residentes de la zona en el exterior. El repunte de las inversiones directas de la zona en el exterior podría reflejar el aumento de la rentabilidad esperada de las empresas de la zona del euro que, en el pasado, ha mostrado una fuerte correlación con las salidas de inversión directa extranjera. Por el contrario, la inversión directa extranjera en la zona del euro se ha mantenido en niveles reducidos, y relativamente estables, desde marzo del 2004. Las expectativas de que la economía mundial experimentase un crecimiento más sólido que la zona del euro en los años 2004 y 2005 podrían haber influido en la evolución de la situación.

La desagregación geográfica de la cuenta financiera de la zona del euro indica que, en los doce meses transcurridos hasta junio del 2005, el Reino Unido fue el país que recibió la mayor proporción de inversión directa extranjera de la zona del euro, sobre todo en forma de acciones y participaciones, seguido de los centros financieros extraterritoriales y de «otros países», incluyendo en este grupo los países de Asia, excluido Japón, y América Latina. Estas economías fueron asimismo los principales receptores de inversiones de cartera en el exterior de la zona del euro durante ese período. Por el contrario, las inversiones de cartera de la zona del euro en Estados Unidos se redujeron casi a la mitad en los doce meses transcurridos hasta finales de junio del 2005, en comparación con el mismo período del año anterior.

ARTÍCULOS

EL PROCESO DE DETERMINACIÓN DE PRECIOS EN LA ZONA DEL EURO



En este artículo se ofrece un resumen de los resultados del estudio que el Eurosistema ha realizado recientemente sobre el proceso de determinación de precios en la zona del euro, y se ha estructurado en torno a tres preguntas básicas: ¿Qué patrones de ajuste de precios se observan en la zona del euro? ¿Siguen los agentes que fijan los precios determinadas reglas en el proceso de revisión y modificación de los precios? ¿Existen factores que impiden a estos agentes cambiar los precios?

Los principales resultados de este estudio pueden resumirse de la forma siguiente. Los precios de la zona del euro varían con escasa frecuencia. En promedio, los precios de consumo se mantienen estables de cuatro a cinco trimestres, y los precios industriales durante períodos similares o algo más cortos. Sin embargo, las frecuencias efectivas difieren sensiblemente en los distintos sectores y grupos de productos. El hecho de que no se produzcan variaciones de precios frecuentes puede ser atribuible a varias razones. Por un lado, en un entorno macroeconómico estable en el que los agentes esperan que los precios no registren variaciones, existe una menor necesidad de modificarlos. Por otro, pueden existir factores estructurales que impidan a las empresas cambiar sus precios. Ambas razones vienen respaldadas por la evidencia disponible.

I INTRODUCCIÓN

Para un banco central es importante conocer a fondo la naturaleza del proceso de determinación de precios adoptado por los agentes económicos, ya que este proceso es el que configura, en última instancia, la evolución de la inflación a lo largo del tiempo. En consecuencia, los modelos más utilizados de dinámica de la inflación se basan en supuestos acerca del proceso de fijación de precios por los agentes, ya que determinan, en gran medida, las predicciones de los modelos y las indicaciones que éstos pueden proporcionar para el diseño y la ejecución de la política monetaria. Un mejor conocimiento de la naturaleza del proceso de determinación de precios permitirá mejorar estos modelos y extraer conclusiones más relevantes para la política monetaria. Además, un análisis desagregado del proceso de fijación de precios por los agentes económicos puede revelar, por ejemplo, importantes diferencias en la respuesta que se observa en los distintos sectores ante cambios en las condiciones económicas subyacentes. Este conocimiento puede señalar qué sectores han de ser objeto de un seguimiento más estrecho a los efectos de la política monetaria. Por último, una investigación detallada del proceso de determinación de precios puede poner de manifiesto ineficiencias estructurales que impiden que se modifiquen los precios, aunque los agentes que los fijan consideren que el cambio es, en principio, necesario. Por lo tanto, los precios no serían una señal efectiva de escasez relativa de bienes, situación que requeriría reformas estructurales.

En este artículo se presentan, de forma resumida, los resultados de los últimos estudios realizados sobre el proceso de determinación de precios en la zona del euro. Los datos ofrecidos proceden, principalmente, de nuevos análisis llevados a cabo por el Eurosistema en el marco de la «Red de persistencia de la inflación» (Inflation Persistence Network – IPN)¹. Esta red fue creada en el 2003 por el BCE y los BCN de la zona del euro, con el fin de analizar los patrones, los determinantes y las implicaciones de la persistencia de la inflación y del proceso de determinación de precios, así como el vínculo existente entre ambos en la zona del euro y en sus países miembros. Para estudiar este proceso, se utilizó una nueva base de datos que contenía precios individuales recogidos para la construcción de los índices de precios de consumo y de precios industriales, así como información sobre la fijación de precios obtenida de encuestas específicas sobre las políticas de precios de las empresas.

El artículo se centra en tres aspectos básicos: los patrones típicos de ajuste de precios observados en la zona del euro, las normas que siguen los agentes que fijan los precios en el proceso de revisión y mo-

¹ La mayor parte de los trabajos realizados por la IPN se presentaron en la conferencia titulada «Inflation Persistence in the Euro Area», organizada por el BCE en diciembre del 2004, y pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet, en la sección «Past conferences and seminars». Muchos de estos trabajos han sido publicados también por el BCE en su serie de documentos de trabajo, denominada ECB's Working Paper Series.

dificación de los precios, y los factores que les impiden cambiar los precios. Los principales resultados relativos a cada una de estas cuestiones se exponen en las tres secciones siguientes del artículo. En los dos recuadros se presentan los resultados más importantes en relación con las bases de datos utilizadas en los análisis. El recuadro 1 se refiere a los precios recogidos para la elaboración de los índices de precios de consumo y de precios industriales, y el recuadro 2, a las encuestas realizadas por la IPN. En la última sección se presentan las conclusiones generales.

2 REGULARIDADES EMPÍRICAS DE LOS PATRONES DE AJUSTE DE PRECIOS DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se analizan algunos patrones de interés del proceso de ajuste de los precios obtenidos a partir de los precios individuales recogidos para la construcción de los índices de precios de consumo y de precios industriales². Un primer resultado importante es el relativo a la frecuencia habitual de variación de los precios o, dicho de otro modo, durante cuánto tiempo los precios no varían en promedio. Los cuadros 1 y 2 muestran, respectivamente, los resultados de los precios de consumo y de los precios industriales. Ambos ponen de relieve que los precios cambian con poca frecuencia. En promedio, sólo el 15% de los precios de consumo y el 20% de los precios industriales varían cada mes. Si se calcula el tiempo medio durante el cual los precios de una determinada categoría de productos se mantienen sin variaciones y se agregan los resultados de la zona del euro, se observa que los precios de consumo no varían durante aproximadamente

cuatro o cinco trimestres, y los precios industriales, durante casi el mismo período. Se obtienen resultados similares al preguntar directamente a las empresas con qué frecuencia modifican sus precios: la evidencia obtenida de las encuestas muestra que la empresa media cambia sus precios menos de una vez al año.

Sin embargo, estas medias ocultan un elevado grado de heterogeneidad, tal y como revela el detalle por sectores presentados en los cuadros 1 y 2. Los precios de consumo varían con mayor frecuencia para los productos energéticos y los alimentos no elaborados, mientras que los de los bienes industriales no energéticos y de los servicios registran cambios relativamente poco frecuentes. Así pues, los productos energéticos, en los que el 78% de todos los precios de la muestra varía cada mes, y los alimentos no elaborados, en los que esta proporción se sitúa en el 28%, registran muchas más variaciones de precios que el promedio de los bienes de consumo. Ambos sectores se caracterizan por considerables y frecuentes variaciones en la oferta y la demanda de sus consumos intermedios y, en consecuencia, por modificaciones frecuentes de los

2 Para un resumen de los resultados relativos a los precios de consumo, véase E. Dhyne, L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler y J. Vilmunen (2005), «Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data», ECB Working Paper n.º 524. Para un resumen de los resultados relativos a los precios industriales, véase L. Álvarez, E. Dhyne, M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen y J. Vilmunen (2005), «Sticky prices in the euro area: evidence from individual data», trabajo presentado en el Congreso Anual de la Asociación Económica Europea celebrado en el 2005. Pueden encontrarse análisis más detallados sobre los distintos países en los documentos de trabajo mencionados en estas dos publicaciones.

Cuadro 1 Promedio de variaciones mensuales de precios de consumo (en porcentaje)

Sector	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Energía	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Total
Variaciones de precios	28	14	78	9	6	15

Fuente: Dhyne et al. (2005), «Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data», ECB Working Paper n.º 524. Nota: Datos obtenidos a partir de una muestra de 50 productos. Para más detalles, véase la nota a pie de página del recuadro 1.

Cuadro 2 Promedio de variaciones mensuales de precios industriales (en porcentaje)

Sector	Alimentos	Bienes no duraderos (excluidos alimentos)	Bienes duraderos	Bienes intermedios	Energía	Bienes de equipo	Total
Variaciones de precios	26	12	10	22	70	9	20

Fuente: Álvarez et al. (2005), «Sticky prices in the euro area: evidence from individual data», trabajo presentado en el Congreso Anual de la Asociación Económica Europea celebrado en el 2005.

precios de los consumos intermedios. Este comportamiento influye en los precios de los bienes de consumo, lo que significa que, en estos sectores, los precios se ajustan frecuentemente ante cambios en las condiciones económicas. En el otro extremo se observa claramente que los precios de los servicios varían con menor frecuencia: en promedio, sólo el 6% de los precios varía cada mes. Cabe destacar también que los sectores en los que los precios varían con escasa frecuencia presentan un patrón de ajuste según el cual las subidas de precios van seguidas, normalmente, de nuevos incrementos. Este patrón puede darse en un entorno de reducidas tasas de inflación positivas, en el que las subidas de precios ocasionales tienen en cuenta el tiempo transcurrido desde la última variación de precios.

Los precios industriales muestran un patrón muy similar, como puede apreciarse en el cuadro 2. Los productos más elaborados, cuyos costes están menos vinculados al precio de las materias primas, registran menos variaciones de precios. En consecuencia, los precios que varían con mayor frecuencia son, nuevamente, los de los productos energéticos y alimenticios, en los que el 70% y el 26%, respectivamente, de todos los precios de la muestra varían cada mes. En el otro extremo, los precios de los bienes de consumo duradero y de los bienes de equipo varían con una frecuencia notablemente menor.

Además se ha constatado que la heterogeneidad en el proceso de determinación de precios no sólo es considerable en las distintas categorías de productos, sino también dentro de ellas. En otras palabras, aunque el detalle por sectores que se recoge en los cuadros 1 y 2 constituye una forma útil de resumir las diferencias en el proceso de fijación de precios, sigue ocultando diferencias en cuanto a la frecuen-

cia con la que se modifican los precios de los productos de un sector³. Por último, también se observa cierta heterogeneidad entre países. Las variaciones entre países pueden ser resultado de las diferencias en la estructura de consumo, en las cuotas relativas de mercado de los distintos tipos de establecimientos, en la importancia relativa de los precios administrados en los distintos países, o bien ser consecuencia del uso de enfoques estadísticos diferentes en lo que respecta a la forma en que se recopilan los datos (por ejemplo, debido al tratamiento de las rebajas y al ajuste de calidad que realiza cada instituto nacional de estadística). Sin embargo, la heterogeneidad entre países es menor que entre sectores: por ejemplo, la ordenación de los distintos sectores según la frecuencia de variación de los precios es similar en todos los países de la zona del euro.

Si se consideran con más detalle, los datos cuantitativos permiten también separar las subidas de precios de las bajadas y analizar la magnitud de las variaciones de precios. Aunque cabría esperar que, ante un grado elevado de rigidez de los precios, es más probable que las modificaciones observadas sean incrementos más que reducciones, resulta que las disminuciones de precios no son infrecuentes, excepto en los servicios⁴. Un promedio de aproximadamente el 40% de los cambios de los precios de consumo y de los precios industriales son disminuciones. Si se considera el detalle por sectores de los precios de consumo que figura en la primera fila del cuadro 3, es obvio que los alimentos no elaborados, los alimentos elabo-

3 Véase, en particular, la evidencia proporcionada en L. Aucremanne, y E. Dhyne (2004), How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI, ECB Working Paper n.º 331.

4 Este resultado no depende de si las variaciones de precios debidas a las rebajas estén incluidas o no en el cálculo.

Cuadro 3 Proporción y magnitud media de aumentos y disminuciones de precios de consumo (en porcentaje)

Sector	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Energía	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Total
Proporción de aumentos de precios	54	54	54	57	80	58
Magnitud de aumentos de precios	15	7	3	9	7	8
Magnitud de disminuciones de precios	16	8	2	11	9	10

Fuente: Dhyne et al. (2005), Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, ECB Working Paper n.º 524.
Nota: Datos obtenidos a partir de una muestra de 50 productos.

rados, la energía y los bienes industriales no energéticos presentan una proporción de subidas y bajadas de precios casi idéntica. La diferencia es mucho mayor en los servicios, donde sólo dos de cada diez variaciones de precios son disminuciones. El patrón de este sector puede estar relacionado, en cierta medida, con la mayor tasa de inflación media observada en los servicios y con el hecho de que la participación del factor trabajo en los costes de producción de los servicios sea especialmente elevada, de forma que la rigidez en la evolución de los salarios puede provocar una rigidez de precios en ese sector.

Si se considera la magnitud de las variaciones de precios, resulta que las subidas de precios, así como las bajadas, son significativas si se comparan con la tasa de inflación. Esta discrepancia se produce, en primer lugar, porque gran parte de los precios no se modifican durante un período determinado y, en segundo lugar, porque la tasa de inflación agrega los incrementos y las reducciones simultáneas de precios, compensándose, en parte, mutuamente. Las disminuciones y los aumentos de precios son de magnitud similar, si bien las reducciones son, en promedio, algo mayores: en lo que respecta a los precios de consumo, la subida media de precio es de aproximadamente el 8%, y la bajada media ligeramente superior, del 10%, como se muestra en el cuadro 3. En particular, las modificaciones de precios de los alimentos no elaborados no sólo son muy frecuentes, sino también muy acusadas, del 15% y del 16%, respectivamente, para los incrementos y las reducciones. Este resultado es acorde con la idea de que la estructura de precios de este sector resulta muy afectada por la oferta de bienes, debido a la naturaleza estacional de muchos alimentos no elaborados. En cuanto a la magnitud media de las variaciones de precios, la heterogeneidad entre países es moderada, sobre todo si se compara con la heterogeneidad entre sectores.

Con el fin de situar en perspectiva los patrones observados para la zona del euro, es conveniente efectuar una comparación con otras economías. La economía sobre la que se dispone de más evidencia sobre los patrones de ajuste de los precios es la de Estados Unidos⁵. La diferencia más reseñable entre estas dos economías está relacionada con el período medio durante el cual los precios de consumo no registran variaciones. Mientras que en la zona del euro sólo el 15%, aproximadamente, de los precios de consumo varía cada mes, las estimaciones correspondientes a Estados Unidos sitúan esta variación en un nivel más elevado, el 26%, durante el período comprendido entre 1995 y 1997. Un precio típico que permanece sin cambios de cuatro a cinco trimestres en la zona del euro varía cada dos trimestres, en promedio, en Estados Unidos. El hecho de que el porcentaje relativo a la zona del euro sea inferior no puede ser atribuible a diferencias en la estructura de consumo, ya que el consumo de la zona se caracteriza por una mayor participación de los alimentos (cuyos precios cambian con frecuencia) y una participación menor de los servicios (que registran pocas modificaciones). En consecuencia, la diferencia en la frecuencia de variación de los precios sería incluso mayor si ambas economías compartieran la misma estructura de consumo. No obstante, existen diversos factores que pueden dar lugar a estos patrones, como las diferencias en el comportamiento de los agentes que fijan los precios, la competencia de mercado, las estrategias que suelen aplicarse en la determinación de los precios, que podrían estar relacionadas con diferencias en la estructura del comercio al por menor, o las diferencias en los precios administrados. Por otra parte, la comparabilidad de los datos subyacentes también podría plantear problemas, así como las diferencias en las perturbaciones registradas durante los períodos analizados.

5 Véase, por ejemplo, M. Bils y P. Klenow (2004), «Some evidence on the importance of sticky prices», *Journal of Political Economy*, 112, pp. 947-985.

Otros patrones en el proceso de determinación de precios presentan más similitudes en las dos economías. En Estados Unidos, al igual que en la zona del euro, existe una elevada heterogeneidad entre sectores, y los productos energéticos y los alimentos no elaborados destacan como los sectores en los que los precios

cambian con mayor frecuencia. Además, como se observa en la zona del euro, en Estados Unidos el 45% del total de variaciones de los precios son bajadas, y las modificaciones son considerables con respecto a la tasa de inflación, situándose en el 13% (o en el 8%, si no se tienen en cuenta las rebajas).

Recuadro I

PRECIOS UTILIZADOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS DE CONSUMO Y DE PRECIOS INDUSTRIALES

Gran parte de los resultados presentados en este artículo se han obtenido a partir de las bases de datos de precios individuales recogidos por los institutos nacionales de estadística para la construcción de los índices de precios de consumo y de precios industriales. De conformidad con las normas nacionales de confidencialidad, estos datos se proporcionan exclusivamente a los BCN. Para los precios de consumo, los datos se refieren a diez países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia), que representan el 96% de la zona en términos del PIB.

Cuadro A Cobertura de bases de datos de precios de consumo por países

País	Porcentaje del IPC cubierto o número de categorías de productos	Período de referencia
Bélgica	68%	Ene 1989 - Dic 2001
Alemania	20% (52 categorías de productos)	Ene 1998 - Ene 2004
España	70%	Ene 1993 - Dic 2001
Francia	65%	Jul 1994 - Feb 2003
Italia	20% (50 categorías de productos)	Ene 1996 - Dic 2003
Luxemburgo	100%	Ene 1999 - Dic 2004
Países Bajos	8% (49 categorías de productos)	Nov 1998 - Abr 2003
Austria	90%	Ene 1996 - Dic 2003
Portugal	100%	Ene 1992 - Ene 2001
Finlandia	100%	Ene 1997 - Dic 2003

Fuentes: Dhyne et al. (2005), «Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data», ECB Working Paper n.º 524, y referencias mencionadas en esta publicación.

Las bases de datos contienen varios millones de tomas de precios de productos concretos, vendidos en determinados establecimientos. Estos precios han sido objeto de un seguimiento continuo en el tiempo. Como puede observarse en el cuadro A, la dimensión temporal de los datos varía considerablemente entre los distintos países y puede abarcar hasta trece años. Asimismo, la cobertura de los productos presenta diferencias entre los países. Aunque se dispone de precios por categorías de productos que cubren al menos un 65% de la cesta de consumo para siete países, para otros tres se obtiene una «muestra mínima común» de aproximadamente 50 categorías de productos. Los resultados ofrecidos en este artículo se basan en esta muestra común, establecida con el fin de poder comparar los datos obtenidos¹.

¹ Las 50 categorías de productos seleccionadas son las siguientes: cuatro categorías de alimentos no elaborados (carne, pescado fresco, lechuga y plátanos), siete categorías de alimentos elaborados (leche, azúcar, espinacas congeladas, agua mineral, café, whisky y cerveza), tres productos energéticos (petrolíferos) (combustible para calefacción y otros dos tipos de combustible de automoción), 17 bienes industriales no energéticos (calcetines, vaqueros, zapatos deportivos, una camisa, pintura acrílica, cemento, un tostador, una bombilla, un mueble, una toalla, un neumático de automóvil, un televisor, comida para perros, una pelota de tenis, un juego Lego, dentífrico y una maleta) y 19 servicios (tintorería, tarifa por hora de electricista, tarifa por hora de fontanero, servicios domésticos, tarifa por hora de taller de reparación de coches, coste de un lavado de coche, equilibrado de ruedas, carrera de taxi, entrada de cine, aparato de fax, alquiler de vídeo, revelado de fotos, habitación de hotel, vaso de cerveza en un bar, una comida en un restaurante, un perrito caliente, una bebida de cola en un bar, y peluquería de señoras y de caballeros). Si una categoría de productos no estaba disponible en un país determinado, se sustituyó por el producto más próximo. El período considerado para cada país se armonizó en la medida de lo posible, y estuvo comprendido, en general, entre enero del año 1996 y enero del 2001.

Para los precios industriales, la información estadística sobre los datos microeconómicos utilizados para la construcción de los índices nacionales de precios industriales se facilitó a los BCN de Bélgica, Alemania, España, Italia y Portugal, que representan el 63% de la zona del euro en términos del PIB. Estos datos son, en gran medida, comparables con los mencionados anteriormente para los precios de consumo, y se refieren a precios de salida de fábrica, tasas e impuestos incluidos, a excepción del IVA. Se trata de precios efectivos de transacción y no de precios de catálogo (salvo los relativos a Portugal). Un precio recogido en el período t debería referirse a pedidos efectuados en el período t (el momento del pedido). En lo que respecta al número de categorías de productos, estas bases de datos incluyen la casi totalidad de las cifras de que disponen los institutos nacionales de estadística o una «muestra mínima común». Aun siendo, en general, más corta que la de los precios de consumo, la dimensión temporal de estas bases de datos alcanza los ocho años.

Cuadro B Cobertura de bases de datos de precios industriales por países

País	Porcentaje del IPRI cubierto o número de categorías de productos	Período de referencia
Bélgica	100%	Ene 2001 - Ene 2005
Alemania	100%	Ene 1997 - Feb 2003
España	99,40%	Nov 1991 - Feb 1999
Italia	60 categorías de productos	Ene 1997 - Dic 2002
Portugal	Casi 100%	Ene 1995 - Ago 2002

Fuentes: Álvarez et al. (2005), «Sticky prices in the euro area: evidence from individual data», trabajo presentado en el Congreso Anual de la Asociación Económica Europea celebrado en el 2005, y referencias mencionadas en este trabajo.

Por último, en Bélgica, Francia y Alemania se ha analizado un tipo alternativo de datos de precios industriales. A partir de las encuestas de opinión realizadas periódicamente a las empresas se obtuvieron datos cualitativos, relativos a si las empresas han modificado sus precios durante el mes considerado o si tienen la intención de hacerlo en los meses siguientes. Aunque estos análisis no permiten cuantificar las variaciones de precios, sí permiten vincular el proceso de determinación de precios de una empresa con otras variables observadas para esta empresa en la misma encuesta, información que generalmente no está disponible para los datos cuantitativos citados anteriormente.

3 REGLAS DE DETERMINACIÓN DE PRECIOS

Una vez analizadas algunas de las características observadas de los precios, también resulta conveniente identificar los patrones de comportamiento de los agentes que fijan los precios, que determinan su evolución y pueden explicar las regularidades empíricas anteriormente mencionadas. En esta sección se proporciona evidencia de la preeminencia de diversas reglas de determinación de precios, al tiempo que en la sección siguiente se analizan los motivos posibles de la rigidez de precios. El primer resultado reseñable es que el proceso de ajuste de los precios se desarrolla en dos fases, a saber, i) una revisión del precio, y ii) una variación del precio. Las encuestas sobre los procesos de determinación de los precios de las empresas reali-

zadas por la IPN muestran que las revisiones de precios se realizan con mayor frecuencia que las modificaciones de precios⁶. La mayor parte de las empresas revisan los precios entre una y tres veces al año, aunque sólo modifican los precios una vez al año. Cabe destacar que las empresas del sector servicios revisan y cambian los precios con menos frecuencia que las de otros sectores. Además, las revisiones y las modificaciones suelen ser más frecuentes en el caso de empresas que operan en mercados más competitivos.

6 Para un resumen de los resultados obtenidos de las encuestas sobre fijación de precios, véase S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl y A. Stokman (2005), The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence, ECB Working Paper n.º 535. Pueden encontrarse análisis más detallados sobre los distintos países en los documentos de trabajo mencionados en la bibliografía de esta publicación.

La diferencia entre las revisiones y las modificaciones de precios en lo que se refiere a su frecuencia hace que se suscite la pregunta de sus causas. Es posible que los precios no varíen tras una revisión: i) porque ninguno de los factores que la empresa ha considerado en su estudio apunta a la necesidad de modificarlos, o ii) porque, aunque la revisión indique que es necesario cambiar un precio, existen otros factores que impiden tal ajuste. En la sección 4 se consideran estos factores.

En consecuencia, la primera fase en el proceso de formación de los precios es la realización de una revisión de precios, que puede efectuarse de diversas formas. Por ejemplo, una empresa podría optar por revisar los precios periódicamente, a intervalos de tiempo regulares (las denominadas reglas de determinación de precios dependientes del tiempo). Alternativamente, los precios podrían revisarse cuando una empresa considera que se ha producido un cambio en las variables determinantes de los precios, como en los costes de los consumos intermedios, la demanda o los precios de la competencia, por citar algunos (las llamadas reglas de determinación de precios dependientes del estado). Por último, puede que las empresas quieran seguir una combinación de las dos estrategias, es decir, revisar los precios regularmente, pero también dar cabida a la flexibilidad al revisar los precios cuando se estime necesario debido a circunstancias cambiantes.

Hay evidencia sólida de que las variaciones de precios presentan patrones estacionales. En general, es mayor la probabilidad de que se produzcan durante el primer trimestre (sobre todo, en enero), o después del verano (especialmente, en septiembre), y son menos frecuentes en julio y agosto. La mayor frecuencia de las modificaciones de precios en enero es particularmente evidente en el caso de los servicios. De igual modo, la probabilidad de que un minorista ajuste sus precios depende del tiempo que haya transcurrido desde la última modificación. La probabilidad de que un precio varíe aumenta sensiblemente si el precio no ha cambiado desde hace 12, 24 o 36 meses, lo que indica que

una parte de las empresas revisan sus precios anualmente. Aunque, a primera vista, esto puede ser indicativo de que, en general, las empresas siguen reglas de fijación de precios que implican una revisión de los precios a intervalos regulares, este patrón también podría observarse en caso de aplicarse reglas de determinación de precios en las que las empresas responden a cambios en la situación económica; por ejemplo, si los costes o la demanda suelen modificarse una vez al año.

Se han realizado otros contrastes con el fin de distinguir mejor entre los dos escenarios en los que los precios se fijan, bien a intervalos regulares, bien en respuesta a cambios en las variables determinantes. Por ejemplo, se ha analizado la relación entre la inflación y la frecuencia de las modificaciones de precios. Si la fijación de precios constituye una respuesta a las condiciones económicas, cabe esperar que exista un nexo entre ambos. Ciertamente, en general se considera que un incremento de la inflación agregada está relacionado con un aumento de la frecuencia de las subidas de precios y una menor frecuencia de las disminuciones. Este mismo patrón es válido para la tasa de inflación calculada a nivel sectorial, y se ha constatado, en particular, que la probabilidad de observar una variación del precio de un producto concreto en un establecimiento determinado se eleva con el valor absoluto de la inflación acumulada de un producto específico desde que el precio de ese producto se modificó por última vez en el establecimiento.

Los acontecimientos que modifican la situación económica relevante para los agentes que fijan precios también pueden utilizarse para conocer mejor las reglas que determinan el proceso de fijación de los precios. Si estos acontecimientos causan un impacto en la frecuencia de las variaciones de precios, ello puede interpretarse como evidencia a favor de las normas que constituyen una respuesta a los cambios en las condiciones económicas, disponiéndose de evidencia sólida a este respecto: por ejemplo, las modificaciones de los impuestos indirectos siempre llevan a un aumento transitorio del número de variaciones de precios.

En síntesis, aunque se dispone de cierta evidencia a favor de las reglas de determinación de los precios basadas en intervalos de tiempo fijos, al mismo tiempo existe un patrón claro de empresas que modifican sus precios en respuesta a cambios en la situación económica subyacente.

Esta conclusión se ve confirmada por los resultados de las encuestas, en las que se preguntó a las empresas de la zona del euro sobre sus reglas de fijación de precios. El 34% de las empresas revisan sus precios a intervalos periódicos, una proporción que suele aumentar ligeramente en el caso de empresas más grandes. Si se considera el detalle por sectores, el número de empresas industriales que aplican esta regla es relativamente inferior al de empresas del comercio minorista o mayorista que, a su vez, recurren a esta norma con menos frecuencia que las empresas que prestan otros servicios. El 20% de las empresas de la zona del euro revisan sus precios en respuesta, principalmente, a unas condiciones económicas cambiantes, y el 46% restante aplica una combinación de ambos enfoques.

Otro aspecto de relevancia está relacionado con la manera en que las empresas realmente fijan los precios, una cuestión abordada en las encuestas sobre el proceso de determinación de precios de las empresas. La pregunta planteada a las empresas era si sus precios: i) se fijan como un margen sobre los costes; ii) dependen del precio de su principal competidor o competidores, o iii) se determinan en función de otras estrategias. El 54% de las empresas encuestadas eligieron la primera respuesta, el 27% la segunda y el resto la tercera. En lo que respecta a la información que influye en la decisión de establecer un precio, aproximadamente la mitad de las empresas participantes en las encuestas toman en consideración un amplio abanico de información, incluida la evolución económica pasada y la prevista; no obstante, al mismo tiempo, el 34% de las empresas no tienen en cuenta la situación futura en el sentido de que únicamente analizan información sobre el pasado y el presente. De igual modo, se dispone de evidencia de que un número elevado de empresas aplican una regla sencilla (como la indicación basada en el índice de precios de consumo) en el proceso de determinación de precios.

Recuadro 2

ENCUESTAS SOBRE EL PROCESO DE DETERMINACIÓN DE PRECIOS DE LAS EMPRESAS

La IPN ha llevado a cabo encuestas sobre las políticas de precios de las empresas en nueve países de la zona del euro, que representan el 94% de la zona en términos del PIB. Las encuestas fueron efectuadas por cada uno de los BCN a escala nacional para aprovechar la experiencia adquirida en el diseño de encuestas y de muestras, y/o para adaptar la lista de preguntas, su formulación exacta y los aspectos técnicos de la encuesta a las características nacionales. La comparabilidad entre países se consiguió mediante la coordinación en las distintas fases del proyecto. En particular, se incluyó en cada encuesta una «muestra mínima común» de preguntas, que se analizó posteriormente.

Como puede apreciarse en el cuadro, en las encuestas participaron más de 11.000 empresas de la zona del euro, pertenecientes a distintas ramas de actividad de la economía, aunque predominaron las empresas del sector industrial, que representa más del 60% de todas las observaciones. Se observaron disparidades en las tasas de respuesta de los distintos países, que oscilaron entre el 30% y el 69%, y la encuesta se realizó según diferentes modalidades: por teléfono, por correo, por Internet y, en algunos casos, mediante visitas personales. Por lo general, la muestra de empresas fue extraída de muestras existentes utilizadas para otras encuestas periódicas llevadas a cabo por los BCN o por organizaciones externas. El hecho de que los resultados sean muy coherentes entre los distintos países sugiere que no dependen de la manera en que se efectuó la encuesta, del número de preguntas formuladas y de su redacción concreta, ni del orden de las preguntas y/o de las posibles respuestas.

Cuadro Cobertura de las encuestas

(en porcentaje; número de encuestados entre paréntesis)

País	Industria	Comercio minorista y mayorista	Otros servicios	Construcción	Total
Bélgica	38 (753)	24 (478)	18 (364)	20 (384)	100 (1.979)
Alemania	100 (1.228)	-	-	-	100 (1.228)
España	44 (888)	26 (515)	30 (605)	-	100 (2.008)
Francia	100 (1.662)	-	-	-	100 (1.662)
Italia	65 (215)	14 (46)	20 (68)	1 (4)	100 (333)
Luxemburgo	20 (67)	22 (73)	37 (125)	22 (74)	100 (339)
Países Bajos	18 (219)	22 (271)	60 (756)	-	100 (1.246)
Austria	76 (661)	-	24 (212)	-	100 (873)
Portugal	84 (1.157)	-	16 (213)	-	100 (1.370)
Total	62 (6.850)	13 (1.383)	21 (2.343)	4 (462)	100 (11.038)

Fuente: Fabiani et al. (2005), «The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence», ECB Working Paper n.º 535.

Nota: En el cuadro se presenta el detalle de las empresas por países y sectores.

El objeto de las encuestas era reunir información cualitativa que pudiera complementar los resultados obtenidos a partir de las bases de datos cuantitativos descritas en el recuadro 1. En comparación con estas bases de datos, las encuestas específicas tienen la ventaja de que pueden documentar, en términos cualitativos, las razones que determinan los patrones de precios observados. Por otro lado, las encuestas pueden analizar por separado las dos fases en que se divide el proceso de ajuste de precios: la fase de revisión y la fase de modificación de los precios. Sin embargo, la información proporcionada por las encuestas es fundamentalmente cualitativa, por lo que es difícil cuantificar los efectos de un determinado factor, por ejemplo, sobre la magnitud de las variaciones de precios.

4 EVIDENCIA DISPONIBLE SOBRE LOS MOTIVOS DE UNA DINÁMICA DE AJUSTE LENTO DE LOS PRECIOS

Si bien las secciones anteriores han versado sobre los patrones típicos de las variaciones de precios y sobre las reglas que aplican los agentes que fijan los precios, esta sección se centra en los posibles motivos por los que el proceso de ajuste de los precios puede ser lento. Es obvio que los precios se revisan con mayor frecuencia de lo que se modifican. Ciertamente, este puede ser el caso si, en ocasiones, las revisiones de precios indican que no hay necesidad real de cambiarlos. Sin embargo, puede haber factores que impidan que las empresas ajusten sus precios

incluso si la revisión apuntara a tal necesidad. Estos factores se abordan en la presente sección.

En las encuestas sobre el proceso de determinación de precios de las empresas se estudiaba esta cuestión preguntando a las empresas participantes qué factores podrían impedir un ajuste inmediato de los precios a pesar de que haya motivos para modificar el precio de su producto. En la lista que figuraba a continuación de esta pregunta se presentaban una serie de respuestas, expresadas en términos sencillos y basadas en distintas teorías económicas, sobre los motivos por los que es posible que los precios no puedan ajustarse inmediatamente. Es más probable que determinadas teorías se apliquen en situa-

Cuadro 4 Calificación de las teorías explicativas de la rigidez de los precios

Razones de la rigidez de los precios	Puntuación media
Contratos implícitos	2,7
Contratos explícitos	2,6
Precios basados en costes	2,6
Precios de la competencia	2,4
Valoración de calidad según precio	2,1
Perturbaciones transitorias	2,0
Cambios en factores distintos de precios	1,7
Costes de menú	1,6
Costes de información	1,6
Precios atractivos	1,6

Fuente: Fabiani et al. (2005), «The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence», ECB Working Paper n.º 535.
 Nota: El cuadro presenta el orden medio de calificación de las posibles razones por las que una empresa puede decidir no variar sus precios pese a que la modificación sea justificada. Esta calificación se basa en la respuesta media de las empresas, en función de las posibilidades siguientes: nada importante (1), poco importante (2), importante (3) y muy importante (4).

ciones en las que la variación de un precio sea un incremento y otras sean más pertinentes para las bajadas de precios, si bien la mayor parte de estas teorías abarcan ambas situaciones. Las empresas participantes podían indicar en qué medida estaban de acuerdo con cada una de las respuestas eligiendo una de las cuatro posibilidades siguientes: nada importante (1), poco importante (2), importante (3) y muy importante (4), y los números entre paréntesis indican la puntuación asignada a cada categoría. Las puntuaciones medias que las empresas concedieron a las distintas teorías se han utilizado para elaborar una clasificación de las posibles causas de la rigidez de los precios. Los resultados se presentan en el cuadro 4.

La respuesta que consiguió la mayor puntuación (2,7), y, en consecuencia, es la más importante en la práctica, está relacionada con el concepto de los «contratos implícitos». Esta teoría se basa en la idea de que las empresas establecen relaciones a largo plazo con los clientes, con el fin, por ejemplo, de hacer más predecibles las ventas futuras; en otras palabras, simplemente intentan ganar la lealtad de los clientes cambiando los precios lo menos posible. Un precio constante resulta atractivo para los clientes porque les permite realizar cálculos utilizando un precio medio estable a largo plazo en lugar de precios que varían con el tiempo. Los «contratos ex-

plícitos» constituyen un escenario alternativo en el que las empresas tienen un contrato con un cliente en el que se estipula el precio del producto que se ha de suministrar, de forma que para modificar los precios sería necesario renegociar el contrato. Esta alternativa ha demostrado ser un obstáculo considerable para cambiar los precios, y ha alcanzado una puntuación media del 2,6. La importancia de los contratos implícitos y explícitos es coherente con el hecho de que el 70% de las empresas participantes en la encuesta tiene algún tipo de relación a largo plazo con sus clientes.

Otra posibilidad está relacionada con la teoría de la «fijación del precio basada en costes» que supone que los precios no cambian, salvo que se modifiquen los costes de las empresas. Este patrón implica que una variación del precio de un bien intermedio al principio de la cadena de producción se reflejará, si bien de manera gradual, en los precios de consumo, esto es, después de que las variaciones de los costes se hayan propagado a toda la cadena de producción. Esta respuesta también ha demostrado ser muy importante, con la misma puntuación media, el 2,6. Como se señala en la sección anterior, gran parte de las empresas fija los precios como un margen sobre los costes, lo que puede explicar la importancia de este factor.

También se le concede un peso considerable a otra posibilidad, que alcanza una puntuación media del 2,4, según la cual es posible que las empresas prefieran no modificar sus precios, excepto si uno de sus competidores lo hace primero («los precios de la competencia»). Si una empresa es la única que sube los precios después de un cambio en las condiciones económicas, puede perder clientes; por otra parte, ser el primero en rebajar precios puede desencadenar una guerra de precios no deseada. Por consiguiente, si existe el riesgo de que empresas competidoras no modifiquen los precios, es posible que se prefiera esperar a que actúen los competidores y luego seguir su ejemplo.

Otras alternativas han alcanzado puntuaciones relativamente más bajas y, en consecuencia, parecen ser menos importantes. Entre ellas se encuentra la posibilidad de que los consumidores «valoren la calidad por el precio». En tal caso, puede que las empresas

se muestren reacias a bajar los precios, porque sus clientes pueden interpretarlo como una reducción de la calidad del producto. Las empresas tampoco consideran que las «perturbaciones transitorias» sean muy importantes. La idea en la que se basa este razonamiento es que un cambio en la situación económica subyacente que se considera temporal no inducirá a una empresa a responder con una variación de precios, ya que éstos se reajustarían a su debido tiempo. Además, otra alternativa que comparativamente tiene poca importancia es la posibilidad de que una empresa no ajuste sus precios, pero que «modifique factores distintos de los precios», como la calidad del producto o de los servicios ofertados en relación con una compra.

Por último, las tres razones posibles con la puntuación más baja son los «costes de menú», los «costes de información» y los «precios atractivos». La primera se basa en la posibilidad de que el acto mismo de modificar los precios pueda conllevar un coste (por ejemplo, porque un restaurante tendría que imprimir una nueva carta), de forma que es posible que una empresa únicamente modifique los precios si la variación fuera lo suficientemente significativa como para garantizar el pago de los costes que entraña el cambio. De igual modo, la modificación de precios podría generar otros costes, como el coste de los recursos necesarios para recopilar la información relevante, así como decidir e introducir variaciones de precios («costes de información»). Por último, si un producto suele venderse a un «precio atractivo» (por ejemplo, a 0,99 euros), puede que una empresa decida aplazar un cambio de precio hasta que pueda ajustarlo de manera que resulte atractivo.

La importancia concedida a las diversas posibilidades difiere poco entre los distintos sectores, y, en general, es muy similar entre países. Sin embargo, una diferencia reseñable está relacionada con los sectores de comercio minorista y mayorista, en los que los contratos explícitos tienen menos importancia, y los precios atractivos y los costes de menú reciben puntuaciones más altas que en los otros sectores. La baja puntuación recibida por un «precio atractivo» como obstáculo para introducir variaciones de precios en el sector industrial en particular debe situarse en perspectiva, ya que estas prácticas de fijación de precios están ampliamente extendidas en el caso

de los precios de consumo de la zona del euro. De hecho, en el análisis de los precios de consumo suele constatarse que los precios fijados en un nivel atractivo se modifican con menos frecuencia que otros precios, lo que indica que los minoristas pueden optar por no reajustar precios en respuesta a circunstancias cambiantes si el cambio hace que el precio no resulte atractivo.

Por último, los resultados de las encuestas muestran otra regularidad notable, concretamente, una asimetría en el ajuste de precios. Existe un patrón general con arreglo al cual los costes son más importantes para las subidas que para las bajadas de precios, al tiempo que las modificaciones en las condiciones de mercado tienen mayor relevancia cuando hay que reducir precios. Dicho de otro modo, los precios aumentan más cuando los costes se elevan que lo que se reducen cuando bajan estos, pero, por otro lado, los precios disminuyen más cuando cae la demanda que lo que se incrementan cuando ésta sube. En cuanto a los costes, la evolución de los costes laborales y de las materias primas, en particular, puede originar subidas de precios, mientras que los costes financieros son menos importantes; por el contrario, las bajadas de precios se ven influidas, fundamentalmente, por una disminución de la demanda o de los precios de la competencia. Las empresas de mercados muy competitivos reaccionan de manera especialmente acusada a factores que provocan una reducción de precios, sobre todo en lo que respecta a la demanda.

En cierto modo, la asimetría observada en las encuestas también podría confirmarse en el análisis de los precios de los bienes de consumo, en los que los precios de los consumos intermedios han sido identificados como un importante determinante de la frecuencia de las subidas de precios, pero no de las bajadas. Al mismo tiempo, la variabilidad de los precios de los consumos intermedios es un destacado factor determinante del ajuste del precio final de los bienes de consumo: cuanto más fluctúe el precio de los consumos intermedios de un producto, con mayor frecuencia se ajustará el precio. El mismo efecto se observa también en los precios industriales. Se ha constatado que una participación mayor del factor trabajo conlleva una frecuencia menor de modificaciones de precios, porque los salarios va-

rían de forma infrecuente, y, por el contrario, que una proporción más elevada de materias primas está relacionada con un aumento de la frecuencia de cambios de precios, porque los precios de estos consumos intermedios son muy variables⁷.

Además, la importancia de los salarios en el proceso de determinación de los precios ha quedado ilustrada en Alemania. Dado que la fijación de los salarios en Alemania está muy sincronizada y que los sindicatos están organizados por sectores, es posible analizar si las empresas modifican sus precios simultáneamente durante los meses de incrementos de los salarios negociados. De hecho, en general, el porcentaje de empresas que suben los precios suele registrar un máximo esos meses⁸.

La hipótesis de que una dinámica de ajuste lento de los precios esté relacionada con un nivel reducido de competitividad en los mercados de productos también fue contrastada utilizando observaciones de los precios individuales. Si se consideran los precios industriales, la competitividad de los mercados en los que operan las empresas ciertamente es importante: cuanto más competitivo sea el entorno, con mayor frecuencia cambian los precios. En cuanto a los precios de consumo, se dispone de cierta evidencia que señala en la misma dirección, aunque es de carácter más indirecto. Por ejemplo, existe considerable evidencia de que la frecuencia de las variaciones de los precios de consumo depende del tipo de establecimiento, y es sustancialmente más elevada en los supermercados y en los hipermercados que en los establecimientos tradicionales. No obstante, esto puede reflejar diferencias en el nivel de competencia en términos de precios, así como en la importancia relativa de los costes de modificar los precios o en las estrategias de determinación de los precios (por ejemplo, «fijación de precios reducidos», frente a «fijación de precios elevados realizando descuentos») en los distintos tipos de establecimientos.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha presentado una descripción general de los estudios recientes sobre el proceso de fijación de precios en la zona del euro. La mayor parte de los resultados analíticos se recopilaron en

el marco de proyectos de investigación realizados conjuntamente por los departamentos de investigación de los bancos centrales del Eurosistema, y se basan en un amplio conjunto de datos sin precedentes, que incluye datos cuantitativos de precios individuales utilizados en la construcción de los índices de precios de consumo y de precios industriales, así como información cualitativa obtenida a partir de las encuestas realizadas a empresas.

Este análisis ha producido varias conclusiones reseñables. Los precios cambian con escasa frecuencia en la zona del euro, y se han identificado varias razones que justifican este patrón. En primer lugar, la mayor parte de los agentes que fijan precios sólo los revisan de una a tres veces al año, y tienden a hacerlo a intervalos regulares. Esta conclusión confirma la idea de que, en general, los agentes que fijan precios operan en un entorno macroeconómico estable, caracterizado por la estabilidad de precios, y, por lo tanto, hay poca necesidad de modificarlos. Sin embargo, cuando surge esta necesidad, algunas empresas se abstienen de hacerlo por diversos motivos. Los factores más importantes que impiden ajustes de precios inmediatos son los siguientes: i) la existencia de relaciones a largo plazo con los clientes; ii) los contratos explícitos tendrían que renegociarse, y iii) unas políticas de fijación de precios que no provocan variaciones de precios, salvo en caso de que los costes de las empresas se modifiquen. Los dos primeros factores, en particular, son de carácter estructural y no necesariamente implican que haya ineficiencias en el mecanismo de determinación de precios, sino que más bien apuntan a la importancia que tanto los agentes que fijan precios como sus clientes conceden a la estabilidad de precios. Sin embargo, al mismo tiempo, los resultados anteriormente expuestos sugieren que una mayor competencia reduce la rigidez de los precios. En este sentido, la introducción de reformas estructurales para aumentar la competitividad en los mercados de productos podría ser una medida útil para reducir rigideces de precios no deseadas.

7 Véase L. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando (2005), Price-setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data, ECB Working Paper n.º 522.

8 Véase H. Stahl (2005), Time-dependent or state-dependent price setting? Micro evidence from German metal-working industries, ECB Working Paper n.º 534.

Si se considera con más detalle la frecuencia a la que cambian los precios, se observa que existe una acusada heterogeneidad entre los distintos sectores, al tiempo que, comparativamente, las diferencias entre los países de la zona del euro son menores. La frecuencia de variación de los precios en un sector determinado parece depender, en gran medida, de la variabilidad de los costes de los consumos intermedios. Los sectores en los que la demanda, la oferta y/o los costes de los consumos intermedios fluctúan de manera significativa también modifican los precios mucho más a menudo, como sucede, por ejemplo, con los productos energéticos y con los alimentos no elaborados. En el otro extremo, la frecuencia de variación de los precios de los servicios es muy reducida, lo que puede estar relacionado, al menos en parte, con

la importancia del factor trabajo en los servicios, cuyos costes fluctúan en menor medida.

Por último, un resultado interesante y quizás sorprendente obtenido en este estudio reciente es el hecho de que las bajadas de precios constituyen una parte importante del total de variaciones de precios registradas, y el sector servicios constituye una excepción reseñable y, dado su tamaño, importante. Es muy probable que este patrón esté relacionado con el grado de variación de los costes de los consumos intermedios y de las condiciones de mercado. En cualquier caso, este resultado indica que no hay obstáculos generales que impidan una reducción de precios si la situación económica subyacente justifica esa disminución.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro

Para los bancos centrales, el seguimiento de la financiación de las empresas constituye un factor importante en la valoración de la evolución económica y en la transmisión de la política monetaria. En este contexto, en el presente artículo se analizan las condiciones y la evolución de la financiación y la posición patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro en los últimos diez años, hasta finales del segundo trimestre del 2005.

Desde mediados de los años noventa, las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han mejorado, a causa, sobre todo, de un descenso general del coste real de la financiación mediante deuda. Las entidades de crédito han relajado también sus criterios de aprobación del crédito desde el año 2003. Por el contrario, el coste real del capital, que se situaba en torno a su media a largo plazo en el segundo trimestre del 2005, ha sido más volátil y se ha mantenido en niveles más elevados que el coste de la deuda.

La evolución de los beneficios de las sociedades no financieras influye tanto en el coste de la financiación externa (a través de su impacto en la prima de riesgo de crédito) como en su demanda. La rentabilidad de las sociedades no financieras, que empezó a decaer tras el repunte registrado en el 2000, ha mejorado sustancialmente desde el 2003. Esta mejora se ha visto favorecida por las medidas de reestructuración adoptadas en las empresas, por ejemplo, en forma de recorte de los gastos de explotación en relación con las ventas.

Tras aumentar de forma acusada en la segunda mitad de los noventa, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa (préstamos, financiación mediante deuda y financiación mediante acciones) de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó a partir del máximo alcanzado a finales del 2000. En cuanto a la evolución de la financiación mediante deuda, tras un empeoramiento de la situación patrimonial de estas sociedades, en los últimos años se han reducido sus ratios de deuda y ha mejorado, en general, su situación patrimonial. A consecuencia del muy reducido coste de la financiación mediante deuda y de los criterios de aprobación del crédito más favorables aplicados por las entidades de crédito, las sociedades no financieras han mostrado en los últimos años sus preferencias por la financiación mediante deuda, en detrimento de la financiación mediante acciones. Por último, la financiación y la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos han seguido una tendencia similar en los últimos años.

I INTRODUCCIÓN

En el contexto del seguimiento periódico de la evolución económica y monetaria, el BCE presta especial atención a las condiciones y a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro¹.

En términos del mecanismo de transmisión, los cambios en la política monetaria afectan a las condiciones de financiación fundamentalmente, pero no sólo, a través de dos canales principales: el canal de tipos de interés y el canal del crédito². A través del canal de tipos de interés, la política monetaria influye en los tipos de in-

terés reales, que, a su vez, repercuten en el coste real de las distintas fuentes de financiación a todos los plazos. El canal de tipos de interés es, por lo tanto, crucial para el coste de la financiación, que posteriormente condiciona la elección de las fuentes de financiación, así como la situación patrimonial de las sociedades no financieras. El canal del crédito refleja el efecto de la información imperfecta y de su coste sobre el

1 Para una información más detallada, véase L. Bé Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel y S. Scopel, Financing conditions in the euro area, ECB Occasional Paper n.º 37, octubre 2005.

2 Para más información sobre el mecanismo de transmisión, véase, por ejemplo, F. S. Mishkin, The channels of monetary policy: lessons for monetary policy, NBER Working Paper 5464, 1996.

funcionamiento de los mercados de crédito. En concreto, el canal del crédito se centra en cómo la disponibilidad de financiación externa procedente de las entidades de crédito se ve afectada por el estado del sector financiero (es decir, el canal de préstamos bancarios) y por la situación financiera de las empresas (es decir, el canal del balance). En el canal del balance (también denominado canal del crédito amplio), el importe y las condiciones del crédito que una entidad de crédito concederá a una empresa depende, en gran medida, de la situación financiera de la compañía. Además, el canal de préstamos bancarios (también denominado canal de crédito estrecho) pone de relieve la función de la oferta de crédito bancario en el proceso de transmisión. Más concretamente, debido al papel de los bancos y a su posición en el centro del sistema financiero, los cambios en la situación del sector bancario pueden influir mucho en las condiciones de financiación de los prestatarios y, por lo tanto, en la economía real.

En este artículo se examina la evolución de la financiación empresarial en la zona del euro en los diez últimos años, centrándose en las sociedades no financieras. El análisis de la financiación empresarial tiene por objeto evaluar la evolución del coste de la financiación externa, así como la de las fuentes de financiación interna y externa. Además, como la situación patrimonial de las empresas es el resultado de decisiones de financiación y, a su vez, determina parcialmente el acceso a la financiación externa, así como su coste, su estudio resulta importante en el análisis de la financiación empresarial. En este contexto, en la sección 2 se examina el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro, tal y como queda reflejado en los tipos de interés, las primas de riesgo y el precio de las acciones, así como en los criterios de aprobación del crédito de los bancos. En la sección 3 se analiza la evolución de la financiación interna. En la sección 4 se pasa revista a la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y a su situación patrimonial. En la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

2 EL COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA

El coste de la financiación externa (préstamos, financiación mediante deuda y financiación mediante acciones) es uno de los principales factores que intervienen en las decisiones de financiación de las sociedades no financieras³. El coste viene determinado, en gran medida, por el riesgo de crédito del prestatario, así como por el nivel de los tipos de interés de mercado «sin riesgo» (generalmente, el rendimiento de la deuda pública), que, en el largo plazo, tiende sobre todo a reflejar las expectativas macroeconómicas y, en particular, las expectativas de inflación y de crecimiento de los participantes en el mercado. Sin embargo, los tipos de financiación de las empresas también están influidos por las preferencias de riesgo de los tenedores de activos y por otros factores específicos relacionados, principalmente, con asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas. A este respecto, los cambios en la percepción general de riesgo de los participantes en el mercado pueden traducirse en fluctuaciones de los tipos de interés de mercado y, a su vez, de los tipos de financiación de las empresas. Por último, los efectos de contagio procedentes de otros mercados pueden incidir, asimismo, en el coste de la financiación. Por ejemplo, los tipos de interés de la renta fija privada pueden verse afectados por el precio y la volatilidad de otros activos financieros, como las acciones.

El coste real total de la financiación externa para las sociedades no financieras, tal y como queda reflejado en un indicador sintético del coste real de la financiación mediante deuda y mediante acciones, ha seguido una tendencia general a la baja desde comienzos de los años noventa, alcanzando su nivel más bajo en el primer trimes-

³ La zona del euro es, históricamente, un sistema económico basado en los bancos. Si bien se ha producido un notable crecimiento de diversas fuentes alternativas de financiación externa en los últimos años, los préstamos a las sociedades no financieras suponen aproximadamente un 80% del total de la deuda de las sociedades no financieras. El coste total de la financiación externa es una aproximación macroeconómica. A nivel microeconómico, otros factores, tales como las diferencias entre empresas en cuanto a las perspectivas, el tamaño y las relaciones previas con los bancos, afectarían significativamente los criterios de aprobación del crédito de empresas concretas.

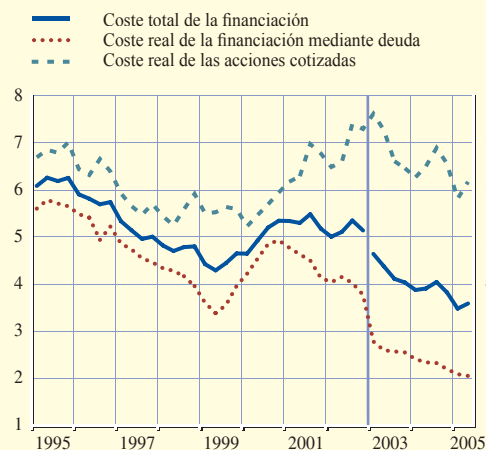
tre del 2005 (véase gráfico 1)⁴. Esto es atribuible, principalmente, al marcado descenso del coste real de la financiación mediante deuda, hasta situarse en niveles históricamente reducidos en el segundo trimestre del 2005. Más concretamente, desde 1995 hasta comienzos de 1999 el coste de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro cayó de manera bastante significativa, debido en parte a la futura introducción del euro. Tras aumentar en 1999 y 2000, el coste de este tipo de financiación comenzó a disminuir desde finales del 2000. Al mismo tiempo, el coste real de las acciones cotizadas se elevó significativamente entre el año 2000 y principios del 2003, fundamentalmente como resultado de la caída de las cotizaciones. Más tarde se redujo ligeramente, situándose en torno a su media a largo plazo en el segundo trimestre del 2005⁵.

El análisis de los diferenciales entre la deuda bancaria y de mercado y los tipos de interés «sin riesgo» (es decir, los diferenciales de crédito) proporciona, en general, información sobre la prima de riesgo de crédito en que incurren las empresas al obtener financiación externa. Además de arrojar luz acerca de la percepción del mercado con respecto a la probabilidad de incurrir en pérdidas en caso de incumplimiento por parte de la empresa prestataria, los diferenciales de crédito también reflejan consideraciones impositivas y de liquidez, así como, en el caso de la deuda bancaria, la existencia de relaciones previas entre la entidad de crédito y el prestatario. Además de estos factores, la teoría relativa al canal de préstamos bancarios sugiere que la situación del sector bancario también influye en los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito y a su capacidad de préstamo.

Desde el año 1997 al 2000, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras y tipos de mercado «sin riesgo» comparables (rendimiento de la deuda pública o tipos del mercado monetario) se redujeron tanto en los préstamos a corto como a largo plazo (véase gráfico 2). Este hecho estuvo relacionado con las favorables perspectivas relativas a la rentabili-

Gráfico 1 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como una media ponderada del coste de obtener un préstamo bancario, el coste de la deuda y el coste del capital, basado en sus respectivos saldos vivos y deflactado por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2004).

La introducción de tipos de interés armonizados de los préstamos y créditos aplicados por las IFM a comienzos del 2003 produjo una ruptura en las series estadísticas.

dad de las empresas y al riesgo de crédito, así como con la transmisión retardada de los movimientos de tipos de interés «sin riesgo» a los tipos de interés de los préstamos. Probablemente, la mayor competencia entre las entidades de crédito ejerció también una presión a la baja sobre los diferenciales de los préstamos bancarios. No obstante, desde el 2001 al 2003 los diferenciales se ampliaron, después de que los participantes en el mercado realizaran una nueva valoración de sus expectativas de beneficios, como consecuencia de la caída de las cotizaciones bursátiles en los años 2001 y 2002, incrementándose así, con toda probabilidad, el riesgo financiero percibido por los prestatarios, relacionado con el fuerte aumento de la renta fija privada (véase sección 4).

4 Si se compara con una medida del coste total de la financiación basada en operaciones, la ponderación basada en los saldos vivos otorga actualmente mayor peso al coste del capital, que ha sido sustancialmente más elevado que el coste de financiación de la deuda en los últimos años.

5 Véase también el recuadro 4 en el Boletín Mensual de septiembre de 2004, titulado «El coste del capital en la zona del euro y Estados Unidos».

Gráfico 2 Diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras y tipos de mercado comparables

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
 Nota: Los tipos de interés de las IFM se han agregado utilizando los saldos vivos, siempre que se dispusiera de ellos. En caso contrario, se han empleado los volúmenes agregados de las nuevas operaciones. En enero del 2003 se produjo una ruptura de las series de tipos de interés. Para tomar esto en cuenta, los niveles anteriores de los datos estadísticos relativos a tipos de interés previos se ajustaron sobre la base de la diferencia entre los niveles antiguos y nuevos en enero del 2003.

Asimismo, parece que la ampliación de los diferenciales de los préstamos ha coincidido con un empeoramiento de la situación del sector bancario⁶, aunque, en general, las entidades de crédito de la zona del euro resistieron bien, especialmente si se efectúa una comparación con anteriores recesiones económicas⁷. Por el contrario, a finales del 2004 y comienzos del 2005, una gran parte de los diferenciales de los préstamos concedidos a las empresas se redujeron, a causa, probablemente, de la mejora de los beneficios empresariales.

La encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema⁸ proporciona información adicional sobre las

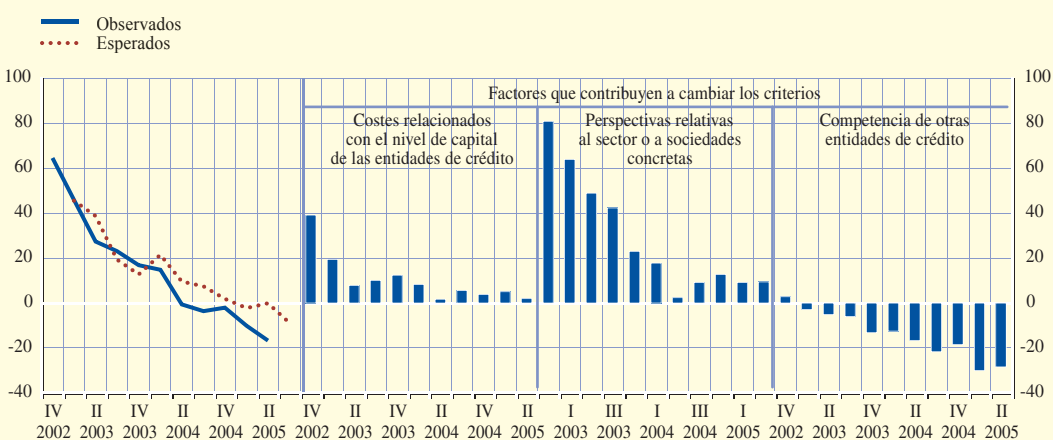
6 Para más información sobre la situación del sector bancario, véase Banco Central Europeo (2004), EU banking sector stability, Fráncfort del Meno.

7 Por ejemplo, las provisiones para insolvencias se mantuvieron contenidas. Véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de marzo del 2004, titulado «Evolución de las provisiones para insolvencias de las entidades de crédito en los últimos años».

8 Para información más detallada acerca de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, véase J. Berg, A. van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel (2005), The bank lending survey for the euro area, ECB Occasional Paper n.º 23, febrero.

Gráfico 3 Cambios en los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito aplicados a empresas

(en porcentaje neto)



Fuente: Eurosistema.
 Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las repuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en el que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el tercer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de julio del 2005. El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación.

condiciones de concesión de préstamos, tales como restricciones sobre el volumen de crédito o exigencias de garantías más estrictas, que, además de al coste de la financiación, podrían afectar a la financiación de las empresas. También brinda información sobre los principales factores que, según las entidades de crédito participantes, determinan la demanda de crédito bancario.

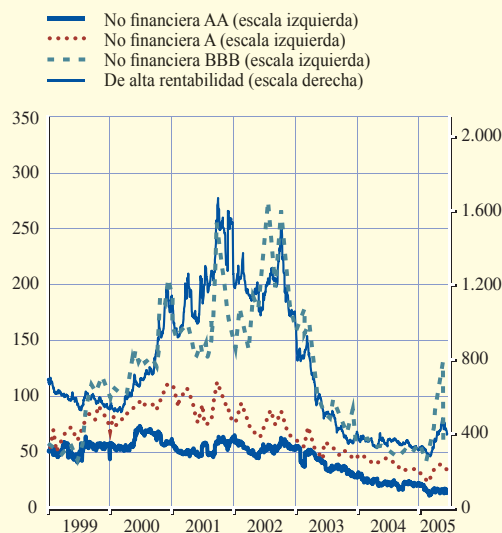
Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios hasta julio del 2005⁹ ha habido una marcada tendencia hacia la relajación de los criterios de aprobación del crédito desde que se inició la encuesta en el último trimestre del 2002. Y lo que es más interesante, las entidades participantes sugieren que las percepciones de riesgo en cuanto a las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas han contribuido a reducir el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito desde comienzos del 2003. Al mismo tiempo, la creciente competencia entre las entidades ha seguido favoreciendo una relajación de los criterios de aprobación del crédito ha tenido lugar, fundamentalmente, a través del descenso neto de los márgenes de los préstamos ordinarios y, en menor medida, a través de una reducción de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo. Además, las garantías netas requeridas y los compromisos asociados a los contratos de préstamo se moderaron gradualmente durante este período.

Además de los diferenciales de los préstamos bancarios, los diferenciales de los créditos a empresas, definidos como la diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada y los tipos de interés «sin riesgo» (rendimiento de la deuda pública) constituyen una importante fuente de información procedente de los mercados de crédito para aquellas empresas —normalmente, muy grandes— que emiten valores de renta fija privada de forma regular.

La evolución de los distintos diferenciales de renta fija privada en la zona del euro desde 1998 muestra que los diferenciales de bonos con calificación BBB y de renta fija de elevada rentabilidad aumentaron de forma pronunciada entre el

Gráfico 4 Diferenciales de renta fija privada denominada en euros

(frente a deuda pública, con calificación AAA, denominada en euros; en puntos básicos)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream y Merrill Lynch.

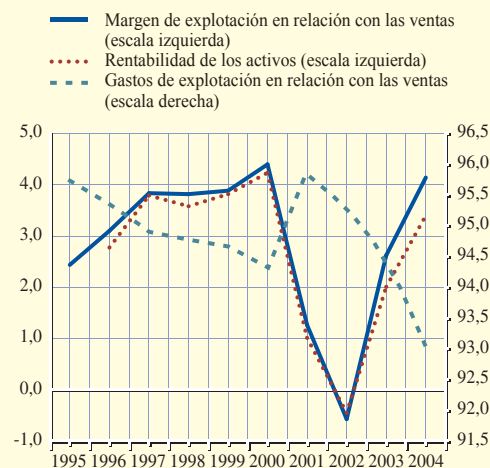
2000 y el 2002 (véase gráfico 4). Ello se debió a un gran número de factores, entre los que se encuentran los ataques terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre del 2001 y los distintos escándalos contables registrados en el 2002, sobre todo en Estados Unidos, pero también en la zona del euro. No obstante, en el 2003 una creciente confianza de los mercados y una reducción de la incertidumbre provocaron la rápida corrección de los diferenciales de renta fija de alta calidad, y en el año 2004 los diferenciales de renta fija privada se situaron en los niveles más bajos desde la introducción del euro. Ello puede atribuirse, en parte, a la percepción de un riesgo de crédito relativamente reducido en la zona del euro. También podría reflejar la demanda relativamente intensa de activos de elevada rentabilidad por parte de los inversores en un entorno en el que el rendimiento de los activos de alta calidad era bastante reducido.

Más recientemente, la ampliación de los diferenciales de renta fija privada con calificación BBB

⁹ Para consultar los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente, véase el recuadro que figura en el presente Boletín Mensual.

Gráfico 5 Ratios de beneficios anuales de las sociedades no financieras cotizadas

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El cálculo se basa en una muestra no equilibrada de sociedades no financieras cotizadas a lo largo del tiempo. La rentabilidad de los activos se define como el margen de explotación en relación con los activos totales en el período anterior.

que se produjo hasta mediados de mayo del presente año se vio favorecida por acontecimientos que afectaron, en particular, a determinadas empresas del sector del automóvil. Los diferenciales de renta fija de alta calidad también se ampliaron durante ese período, aunque se mantuvieron en niveles reducidos. En general, el bajo nivel actual de los diferenciales de renta fija privada sigue reflejando una valoración bastante buena de los riesgos de crédito de las sociedades no financieras de la zona del euro por parte de los mercados financieros.

3 FINANCIACIÓN INTERNA

Las sociedades no financieras prefieren, por lo general, la financiación interna a la externa, pues esta última suele ser más cara, debido a la prima que los prestamistas demandan para cubrir tanto el riesgo de crédito del prestatario como las asimetrías de información¹⁰. La evolución de los beneficios constituye, por tanto, un determinante de la demanda de financiación

externa. También influye en la valoración del riesgo de crédito de los prestamistas y, por consiguiente, en la prima correspondiente y en la disponibilidad general de crédito. Así pues, el análisis de la financiación interna es un componente importante del análisis de la financiación empresarial.

A nivel macroeconómico, la evolución de los beneficios de las sociedades no financieras viene indicada, de forma aproximada, por el crecimiento interno del excedente bruto de explotación¹¹. Los datos microeconómicos pueden proporcionar información más detallada de esta evolución, y para ello se han agregado las cifras que figuran en los estados financieros de las sociedades no financieras de la zona del euro¹². Por regla general, esta información microeconómica permite efectuar un seguimiento adicional de las tendencias sectoriales y de otro tipo.

Tras haber aumentado en la segunda mitad de los noventa, los ratios de beneficios microeconómicos de las sociedades no financieras de la zona del euro alcanzaron su máximo en el 2000, prácticamente en línea con el excedente bruto de explotación de la zona del euro, cayendo posteriormente de forma pronunciada hasta el 2002 (véase gráfico 5). Esto queda ilustrado por la evolución del margen de explotación (definido como los beneficios de explotación y financieros después de cos-

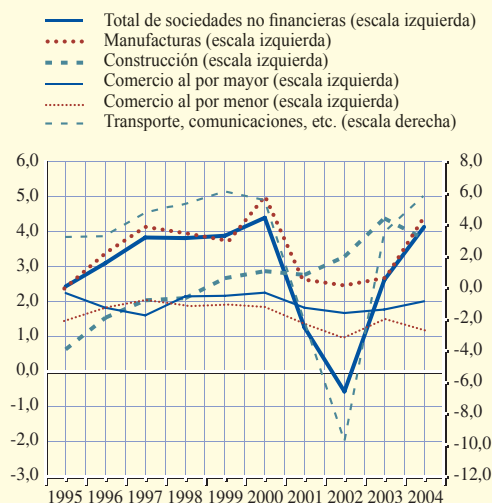
10 Para la teoría del «orden de preferencia o *pecking order*», véase, por ejemplo, S. C. Myers (1984), «The capital structure puzzle», *Journal of Finance*, vol. 39, n.º 3, pp. 575-592, así como S. C. Myers y N. S. Majluf (1984), «Corporate financing and investment decisions – when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n.º 2, 1984, pp. 187-221.

11 Para medidas de beneficios macroeconómicas, véase el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2004.

12 Los indicadores microeconómicos utilizados en este artículo se han construido a partir de datos de estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas y facilitados por la base de datos comercial Thomson Financial Datastream. La agregación se basa en los estados financieros consolidados anuales y abarca el período comprendido entre 1995 y 2004. Por lo general, si bien es probable que las empresas cotizadas dominen la evolución, el hecho de que no se incluyan las sociedades no cotizadas puede generar un sesgo hacia las empresas de mayor tamaño.

Gráfico 6 Margen de explotación en relación con las ventas de los sectores de sociedades no financieras

(en porcentaje)



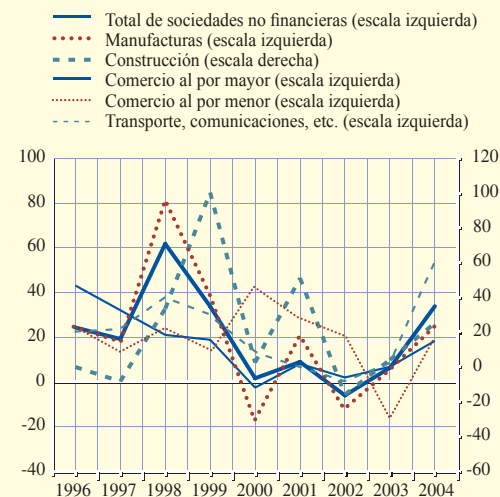
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El cálculo se basa en una muestra no equilibrada de sociedades no financieras cotizadas a lo largo del tiempo.

tes financieros, impuestos y extraordinarios¹³) en relación con las ventas, así como por la evolución de la rentabilidad de los activos, que relaciona el margen de explotación con los activos totales en el período anterior. En los años 2003 y 2004, la rentabilidad de las sociedades no financieras se elevó considerablemente. Una razón fundamental para el aumento de las ratios de beneficios fue el descenso de los gastos de explotación en relación con las ventas que se produjo entre los años 2002 y 2004, lo que indica el éxito de las medidas de reestructuración adoptadas.

En cuanto a la evolución por sectores, la rentabilidad mejoró en la mayoría de ellos en los años 2003 y 2004 (véase gráfico 6). Las manufacturas, que están bastante orientadas a la exportación, se beneficiaron del favorable crecimiento económico mundial registrado en el 2004, que parece haber compensado con creces el impacto negativo de la apreciación del euro. Se ha producido una fuerte recuperación de la rentabilidad en las comunicaciones, desde el bajo nivel en que se situaba en el 2002. Por el contrario, en el comercio al por menor, orientado principalmente al interior, los beneficios

Gráfico 7 Crecimiento de los dividendos en los sectores de sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El cálculo se basa en una muestra equilibrada de sociedades no financieras cotizadas a lo largo del tiempo, es decir, que incluye las mismas empresas.

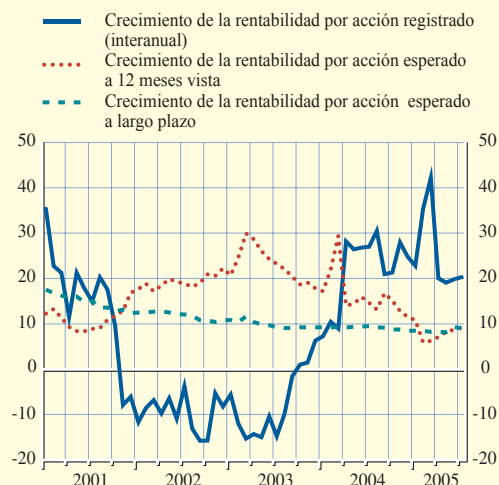
no han mejorado, en conjunto, en los últimos años, a causa, tal vez, de la relativa debilidad del consumo privado. La recuperación general de los beneficios estuvo relacionada con el descenso de los gastos de explotación en relación con las ventas entre los años 2002 y 2004.

El aumento de los beneficios se utilizó parcialmente en el 2003 y en el 2004 para repartir más dividendos que en el 2002 (véase gráfico 7), siendo el objetivo más probable incrementar el atractivo de las acciones, tras las considerables pérdidas de valoración acaecidas entre los años 2000 y 2002. El pago más elevado de dividendos también tiene en cuenta la preferencia de los inversores por obtener de sus activos financieros una rentabilidad más segura. Los mayores dividendos repartidos por buena parte de los sectores de sociedades no financieras parecen reflejar un cambio general en la actitud ha-

13 Por consiguiente, en contraposición con la medida macroeconómica del excedente bruto de explotación, el margen de explotación se refiere no sólo al margen ordinario, sino también a otros ingresos no relacionados con la actividad, así como a los extraordinarios. Una diferencia adicional es que el margen ordinario es después de impuestos y de depreciaciones.

Gráfico 8 Crecimiento de la rentabilidad por acción registrado y esperado en el índice Dow Jones EURO STOXX

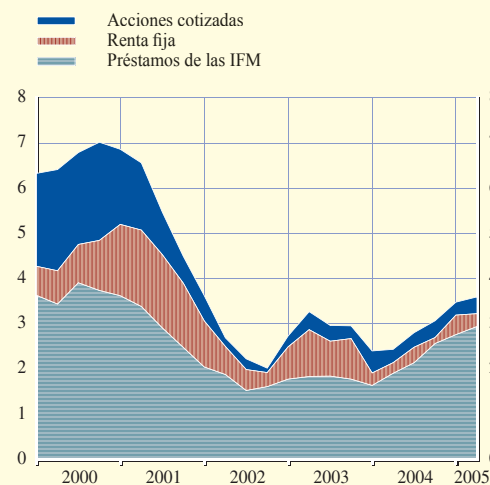
(tasas de variación interanual)



Fuente: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

Gráfico 9 Desagregación de la tasa de crecimiento interanual de la financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

cia el pago de dividendos con respecto a finales de los años noventa, cuando las cotizaciones subieron considerablemente. Sin embargo, también podrían reflejar la percepción de una falta de oportunidades de inversión atractivas.

Además de los datos extraídos de los estados financieros de las empresas, también las medidas basadas en los mercados de valores proporcionan información sobre la evolución de los beneficios recientes y esperados. Básicamente en consonancia con la información sobre la evolución de los beneficios derivada de los estados financieros de las empresas, el crecimiento anual de la rentabilidad por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX cayó durante los años 2001 y 2002, pero se ha recuperado desde el 2003¹⁴. En el segundo trimestre del 2005, el crecimiento de la rentabilidad por acción era sólido (véase gráfico 8). En cuanto a las expectativas de beneficios, si bien se ha observado una reducción desde comienzos del 2004, la cifra de la rentabilidad por acción a 12 meses vista mantuvo su solidez hasta el segundo trimestre del 2005.

4 FINANCIACIÓN EXTERNA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE

En contraposición con la «hipótesis de irrelevancia»¹⁵ de Modigliani-Miller (1958), la estructura financiera de un prestatario es relevante para sus decisiones de inversión. Además del coste y del acceso a la financiación externa, así como la disponibilidad de financiación interna, las decisiones de financiación de las empresas se ven afectadas por otros factores, como los impuestos y la información asimétrica¹⁶. A su vez, estos factores se ven influidos, en parte, por la situación patrimonial actual y esperada. En este contexto, el análisis de los flujos de financiación, es decir, la financiación mediante deuda (préstamos y valores de renta

14 Además de las sociedades no financieras, el índice Dow Jones EURO STOXX también incluye las instituciones financieras. Hasta cierto punto, el aumento de la rentabilidad por acción en el 2004 también se vio favorecido por recompras de acciones.

15 Véase F. Modigliani y M. H. Miller, «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48, n.º 3, junio 1958, pp. 261-297.

16 Las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas son la principal causa de problemas de riesgo moral y de selección adversa en la financiación empresarial. Para más información, véase J. Amaro de Mato, «Theoretical Foundations of Corporate Finance», Princeton University Press, Princeton, 2001.

fija) y la emisión de acciones cotizadas, así como el análisis de la evolución de la situación patrimonial de las empresas, son componentes importantes del análisis de la financiación empresarial.

Si se observa la evolución general de la financiación externa en los diez últimos años, la tasa de crecimiento interanual de la financiación de las sociedades no financieras se elevó significativamente en la segunda mitad de los noventa y alcanzó un máximo del 7% en el cuarto trimestre del 2000 (véase gráfico 9). Los préstamos constituyeron el principal factor determinante de este elevado crecimiento, pero la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras también fue intensa durante este período.

Si bien la importancia de la deuda emitida en el total de la financiación externa de las sociedades no financieras aumentó durante ese período, su contribución al crecimiento total de la financiación externa de estas sociedades fue más limitado. El elevado crecimiento de la financiación externa se vio impulsado, en parte, por el avance de la inversión no financiera y el dinamismo de las expectativas de crecimiento durante ese período, pero también reflejó las mayores necesidades financieras de aquellas sociedades de la zona del euro que efectuaron operaciones financieras relacionadas con el gran número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo tanto en la zona del euro como fuera de ella. Más tarde, la tasa de crecimiento interanual de la financiación de las sociedades no financieras se redujo considerablemente, en consonancia con la desaceleración económica que se produjo en la zona del euro. Desde el segundo semestre del 2004, esta tasa se ha recuperado, debido principalmente a un repunte del crecimiento de la financiación mediante deuda.

4.1 FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA Y EVOLUCIÓN DEL BALANCE

Tras el fuerte aumento de la financiación mediante deuda en la segunda mitad de los noventa, la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro, así como de otros países industrializados, como Estados Unidos, empeoró.

De la brecha de financiación (es decir, de la diferencia entre el ahorro bruto y los gastos de capital en relación con el PIB) puede obtenerse información de utilidad sobre la situación patrimonial de las sociedades no financieras. Cuando los gastos de capital superan los recursos internos disponibles, esto es señal de que se necesita financiación externa, en forma de emisión de deuda o de emisión de acciones. Una ampliación (o estrechamiento) de la brecha de financiación puede tener su origen en una reducción (o aumento) del ahorro o en un incremento (o descenso) de la formación de capital, o bien en una combinación de los dos, lo que da lugar a cierta ambigüedad en la valoración de este indicador. En segundo lugar, las ratios de deuda y los indicadores de carga de la deuda de las sociedades no financieras son indicadores de apalancamiento fundamentales¹⁷. Además de estos indicadores macroeconómicos, los indicadores microeconómicos basados en los estados financieros de las empresas pueden proporcionar información más detallada de su situación patrimonial.

En este contexto, el empeoramiento de la situación patrimonial de las sociedades no financieras en la segunda mitad de los noventa se pone de manifiesto por la sustancial ampliación de la brecha de financiación que se produjo entre los años 1995 y 2000 —derivada de un aumento de la formación de capital y de una reducción del ahorro de las sociedades no financieras en relación con el PIB en la zona del euro y Estados Unidos—, así como por el acusado crecimiento de las ratios de deuda de las sociedades no financieras en ambas áreas económicas durante ese período (véase recuadro 1).

En línea con la desaceleración del crecimiento económico, el crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras cayó considerablemente en los años 2001 y 2002 y se mantuvo en niveles bastante moderados hasta mediados del 2004. Entre los años 2001 y 2004, las sociedades no financieras redujeron su formación de capital de modo significativo e in-

17 Véanse también los artículos titulados «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2003, y «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», en el Boletín Mensual de febrero del 2004.

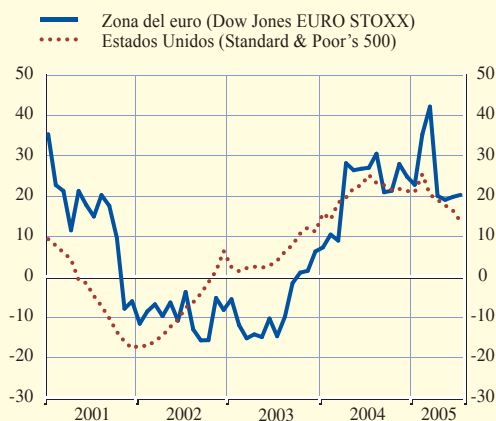
Recuadro I

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL: UNA COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se compara la evolución de los beneficios, de la financiación y de la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos. En conjunto, la rentabilidad de las empresas ha mejorado en las dos áreas económicas durante los últimos años. Además, aunque las sociedades no financieras han tendido en las dos áreas económicas a preferir la financiación mediante deuda a la financiación mediante acciones, esta preferencia ha sido mucho más acusada en Estados Unidos.

Gráfico A Crecimiento de la rentabilidad por acción

(tasas de variación interanual)



Fuente: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

a la financiación mediante acciones, las cifras trimestrales para la zona del euro abarcan únicamente las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, mientras que las cifras para Estados Unidos incluyen tanto las acciones cotizadas como las acciones no cotizadas emitidas por el sector de empresas no financieras. En tercer lugar, para que la definición de ratio de deuda sea más acorde con la definición utilizada en Estados Unidos, la cifra de endeudamiento de las sociedades no financieras empleada en este recuadro incluye una estimación (basada en la balanza de pagos) de los préstamos concedidos por entidades de crédito radicadas fuera de la zona de euro.

Favorable evolución de los beneficios

En ambas áreas económicas, la rentabilidad de las sociedades no financieras ha aumentado en los últimos años, lo que queda reflejado, por ejemplo, en la evolución de la rentabilidad por acción. En Estados Unidos, la recuperación del crecimiento de la rentabilidad por acción de empresas incluidas en el

Cualquier comparación de la evolución de las empresas en las dos áreas económicas tiene que tener presente la existencia de importantes diferencias en la manera de compilar las estadísticas¹. En primer lugar, el sector de Estados Unidos que se corresponde aproximadamente con el sector de sociedades no financieras de la zona del euro es el sector de empresas no financieras, que incluye todas las empresas no financieras con o sin forma societaria. Sin embargo, en contraposición con la zona del euro, el sector de empresas no financieras de Estados Unidos también incluye las empresas individuales². En segundo lugar, en cuanto a los instrumentos de financiación, las diferencias contables limitan la comparación a la suma de todos los préstamos a las sociedades no financieras (que figuran en las cuentas financieras trimestrales de la zona del euro y en las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos, respectivamente). Además, con respecto

1 Para comparar los datos de contabilidad nacional de la zona del euro y de Estados Unidos, véase el recuadro en el artículo titulado «Evolución de los balances de situación de sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», en el Boletín Mensual de febrero del 2004
2 En la zona del euro, las empresas individuales están incluidas en el sector hogares.

índice Standard & Poor's (S&P) 500 se inició en el 2002, mientras que en la zona del euro, el crecimiento de la rentabilidad por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX no comenzó a recuperarse hasta mediados del 2003 (véase gráfico A)³. En ambas áreas económicas, la rentabilidad por acción ha continuado aumentando durante el 2005, aunque su crecimiento se ha moderado ligeramente a lo largo del año. La reducción de costes, la moderada evolución de los costes laborales y los reducidos tipos de interés han desempeñado un papel importante en el crecimiento de los beneficios, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, durante los últimos años. Aunque la solidez de la demanda y el crecimiento de la productividad han contribuido a la favorable evolución de los beneficios en Estados Unidos, estos factores han tenido una importancia menor en la zona del euro.

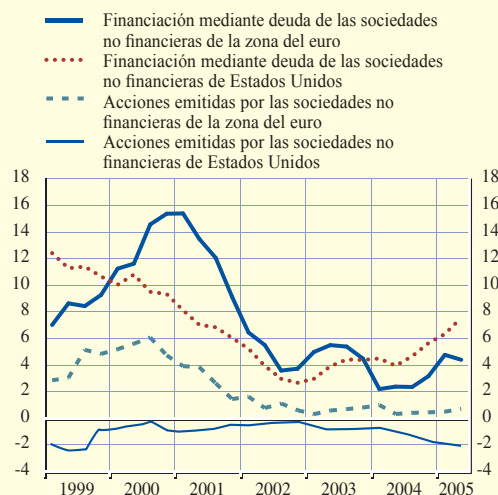
Aumento de la financiación mediante deuda y moderación de la emisión neta de acciones

Tras un período de tasas de crecimiento interanual en descenso, las sociedades no financieras de ambas áreas comenzaron a incrementar su financiación mediante deuda en el 2003 (véase gráfico B). Sin embargo, en la zona del euro la tasa de crecimiento de la financiación mediante deuda volvió a caer a finales del 2003 y se mantuvo en niveles bajos en el 2004, antes e iniciar un nuevo repunte en el cuarto trimestre de ese año. En Estados Unidos, el crecimiento interanual de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras se estabilizó temporalmente en el segundo semestre del 2003 y en el primero del 2004, para empezar a aumentar a partir del segundo semestre del 2004. En conjunto, la recuperación del crecimiento interanual de la financiación mediante deuda ha sido más estable y, desde finales del 2003, más pronunciado en Estados Unidos. Lo anterior está, en general, en consonancia con la más temprana, e intensa, recuperación del crecimiento económico y de la formación de capital fijo en Estados Unidos.

Los préstamos impulsaron en ambas áreas económicas el crecimiento interanual de la financiación mediante deuda. Además del efecto positivo del bajo coste de la financiación mediante deuda sobre la demanda de préstamos, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se relajaron durante el año 2004 en ambas áreas económicas, según la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro y de la encuesta de opinión a los responsables de la concesión de préstamos en relación con las prácticas en materia de préstamos bancarios publicada por la Reserva Federal (Senior Loan Office Opinion Survey). Los valores de renta fija desempeñan generalmente un papel más importante en la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras en Estados Unidos que en la zona del euro (y representaban en torno al 40% del saldo vivo de valores de renta fija en el segundo trimestre del 2005). No obstante, el crecimiento interanual de la deuda emitida por las sociedades no financieras de Estados Unidos ha sido relativamente moderado desde finales del 2002. En la zona del euro,

Gráfico B Financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

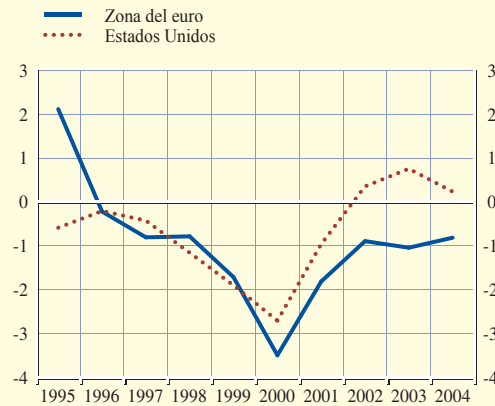


Fuentes: BCE y cuentas de flujos financieros de Estados Unidos.
Nota: La financiación mediante deuda incluye los préstamos y los valores de renta fija. En el caso de la zona del euro, la emisión de acciones sólo incluye las acciones cotizadas.

3 Tanto el índice S&P 500 como el índice EURO STOXX incluyen instituciones financieras y sociedades no financieras.

Gráfico C Brecha de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)

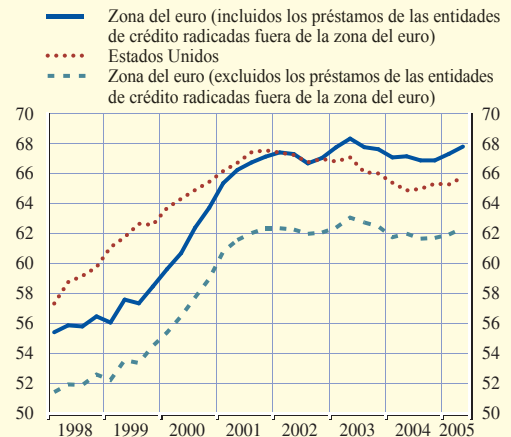


Fuentes: BCE, Eurostat y cuentas de producto y de renta nacional de Estados Unidos.

Nota: Los datos de la zona del euro correspondientes al 2004 son estimaciones. La brecha de financiación se define como la capacidad de financiación (+)/necesidad de financiación (-) del sector en relación con el PIB.

Gráfico D Deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cuentas de flujos financieros de Estados Unidos.

Nota: Los datos de la zona del euro correspondientes al segundo trimestre del 2005 son estimaciones. La deuda incluye préstamos, valores de renta fija y, en el caso de la zona del euro, las reservas de los fondos de pensiones. En el caso de la zona del euro, los préstamos concedidos por entidades de crédito radicadas fuera de la zona del euro se han estimado a partir de la balanza de pagos de la zona.

el crecimiento interanual de la deuda emitida por las sociedades no financieras ha sido más volátil durante el mismo período y, en conjunto, se recuperó ligeramente hasta el segundo trimestre del 2005. No obstante, y pese a que sigue aumentando, el porcentaje de valores de renta fija en el saldo vivo total de deuda de las sociedades no financieras es aún relativamente modesto (en torno al 15% en el segundo trimestre del 2005, cuando se excluyen las reservas de fondos de pensiones de la definición de deuda).

En contraposición con la financiación mediante deuda, la emisión neta de acciones por parte de las sociedades no financieras en ambas áreas económicas ha sido moderada, o incluso negativa, desde el 2003. En la zona del euro, la tasa de variación interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras ha sido positiva, pero baja. En Estados Unidos, la emisión neta de acciones por parte del sector de empresas no financieras ha sido negativa desde el segundo semestre de 1994, debido a la recompra de acciones y a la amortización de títulos tras las fusiones. Mientras que en la zona del euro la recompra de acciones por parte de las sociedades no financieras aumentó también en el 2004, en Estados Unidos desempeñó una función mucho más limitada.

Balances más saneados

Los balances de las sociedades no financieras en la zona del euro y en Estados Unidos han mejorado en los últimos años. Este hecho lo explican la brecha de financiación (es decir, en general, el saldo del ahorro bruto y la formación bruta de capital en relación con el PIB) y la ratio de deuda del sector de sociedades no financieras.

Desde el mínimo registrado en el 2000, y hasta el 2004, la brecha de financiación de las sociedades no financieras tanto en la zona del euro como en Estados Unidos se estrechó significativamente (véase gráfico C). Esta recuperación fue más pronunciada en Estados Unidos que en la zona del euro, debido a una mejora más notable del ahorro bruto de las sociedades no financieras en relación con el PIB desde el mínimo registrado en el 2001 (2000 en el caso de la zona del euro), así como a una reducción mayor de la formación bruta de capital en relación con el PIB desde su máximo en el 2000 (también 2000 en el caso de la zona del euro). El crecimiento del ahorro de las sociedades no financieras en ambas áreas económicas es coherente con la evidencia mencionada, procedente de los datos bursátiles, que apunta a un incremento de los beneficios en los últimos años. Resulta interesante observar que, a partir del 2002, las sociedades no financieras de Estados Unidos han arrojado un superávit de fondos internos en relación con los gastos de capital, mientras que en la zona del euro ha sucedido lo contrario hasta el 2004. El menor superávit de las sociedades no financieras de Estados Unidos en el 2004 fue consecuencia de un repunte de los gastos de capital en relación con el PIB, mientras que el ahorro bruto en relación con el PIB no experimentó cambios. Por el contrario, en la zona del euro ambos ratios se mantuvieron, en general, estables en el 2004.

Tras un importante incremento de los ratios de deuda de las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, a finales de los noventa, la deuda en relación con el PIB se situaba en el mismo nivel a finales del 2002 (67% – véase gráfico D). No obstante, a partir de entonces la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro (incluidos los préstamos concedidos por entidades de crédito no radicadas en la zona del euro) se elevó aún más, alcanzando un máximo del 68% en el segundo trimestre del 2003. En cambio, la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras de Estados Unidos se estabilizó en general. Desde el segundo semestre del 2003, la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras se redujo prácticamente de la misma manera en ambas áreas económicas, pero se situó en un nivel ligeramente superior en la zona del euro. La caída de los ratios de deuda durante el 2003 y el 2004 refleja las medidas adoptadas por las sociedades no financieras de ambas áreas económicas en cuanto a la reducción de costes y la consolidación de la deuda. A pesar del mayor crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de Estados Unidos desde el 2004, la brecha entre la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras en las dos áreas no se ha cerrado aún, debido al más intenso crecimiento del PIB en Estados Unidos.

crementaron su ahorro en relación con el PIB. Por consiguiente, la brecha de financiación se estrechó sustancialmente entre el 2001 y el 2004 (véase gráfico C en el recuadro 1). Además de aumentar su rentabilidad (véase sección 3), lo que también se reflejó en el crecimiento del ahorro, las sociedades no financieras redujeron sus ratios de deuda en el 2003 y en la mayor parte del 2004 (véase gráfico D en el recuadro 1).

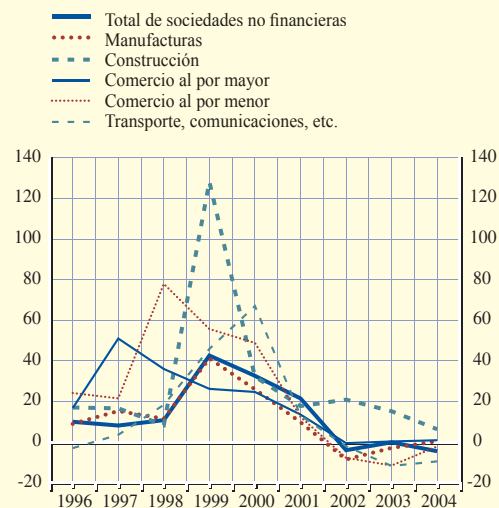
La consolidación de los balances fue generalizada en todos los sectores de sociedades no financieras. Entre el 2001 y el 2004, la tasa de variación interanual del volumen de deuda cayó en la mayoría de los sectores y fue en su mayor parte negativa desde el 2002 al 2004 (véase gráfico 10)¹⁸.

Tras la reducción del apalancamiento que se registró en el 2003 y la mayor parte del 2004, el crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras se ha recuperado a partir del segundo semestre del 2004. Esta recuperación se ha visto favorecida principalmente por el marcado incremento de la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y, posiblemente, esté relacionada también con el muy reducido coste de los préstamos bancarios y con los criterios de aprobación del crédito más favorables que aplican las entidades de crédito. Además, como el aumento del crecimiento interanual de los préstamos se

18 Los indicadores microeconómicos de apalancamiento utilizados en esta sección se han determinado del mismo modo que los indicadores de beneficios.

Gráfico 10 Evolución de la deuda de las sociedades no financieras cotizadas en los distintos sectores

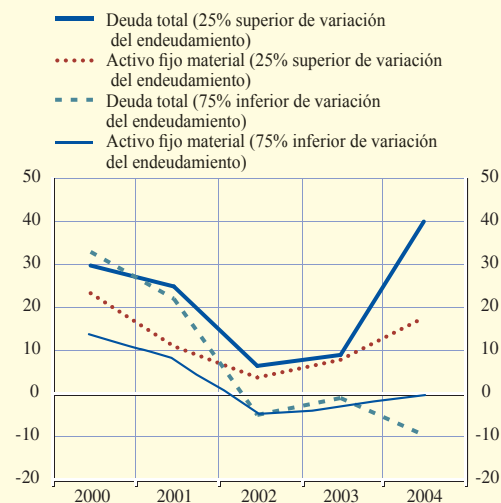
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El cálculo se basa en una muestra equilibrada de sociedades no financieras cotizadas a lo largo del tiempo.

Gráfico 11 Evolución de la deuda y del activo fijo de las sociedades no financieras cotizadas según la variación de su endeudamiento

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: El «25% superior de variación del endeudamiento» («75% inferior de variación del endeudamiento») se refiere al 25% (75%) de sociedades no financieras cotizadas con la mayor (menor) variación registrada en su endeudamiento en el 2004.

ha debido, principalmente, a la evolución de los préstamos a corto plazo, es probable que la demanda de capital circulante, que suele financiarse con préstamos a corto plazo, haya desempeñado un papel importante. La ligera recuperación del crecimiento interanual de la deuda emitida por las sociedades no financieras en el primer semestre del 2005 está relacionada, probablemente, con el reducido coste de la financiación mediante deuda, así como con un cierto repunte del número de fusiones y adquisiciones

Pese a la mejora general de la situación patrimonial de las sociedades no financieras que se observa desde el 2001, y a consecuencia de la recuperación del crecimiento de la financiación mediante deuda, el endeudamiento de las sociedades no financieras en relación con el PIB se ha incrementado de nuevo ligeramente desde el cuarto trimestre del 2004, alcanzando el 62% en el segundo trimestre del 2005¹⁹.

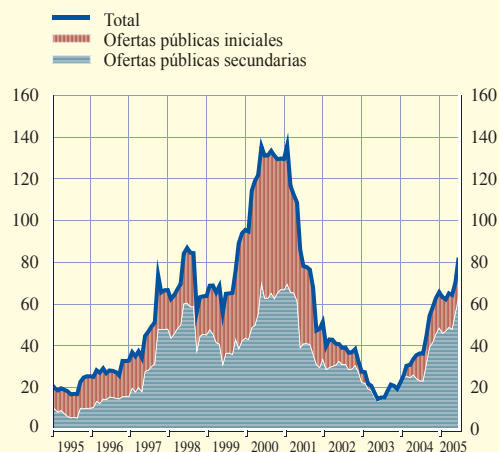
Además de la mayor demanda de capital circulante, reflejada en el avance de los préstamos a corto plazo (que representan en torno al 20% del saldo vivo de la deuda total de las sociedades no financieras) y en el

repunte de las fusiones y adquisiciones, las inversiones directas en el exterior podrían haber favorecido, en cierta medida, el aumento de la ratio de deuda de las sociedades no financieras²⁰. Este nuevo aumento también podría reflejar, de algún modo, la reestructuración del capital que se ha producido a causa del muy bajo coste de la financiación mediante deuda, en comparación con el coste del capital. El descenso de la carga de intereses después del 2001, en un entorno de tipos de interés muy reducidos a todos los plazos, también contribuyó, probablemente, a que las sociedades no financieras mostraran una preferencia mayor por la deuda que por las acciones. Por otra parte, la recompra de acciones y el reparto más elevado de dividendos (véase gráfico 7) han desempeñado, asimismo, una función importante en orientar la reestructuración del capital hacia la deuda.

19 Esta deuda en relación con el PIB, de la que se suele informar en el Boletín Mensual, no incluye los préstamos concedidos por entidades de crédito que no son de la zona del euro a sociedades no financieras de la zona.
20 Sin embargo, esta teoría contiene cierta incertidumbre, pues no se dispone de información por separado sobre las inversiones directas en el exterior de las sociedades no financieras.

Gráfico 12 Ofertas públicas iniciales y secundarias de las sociedades no financieras

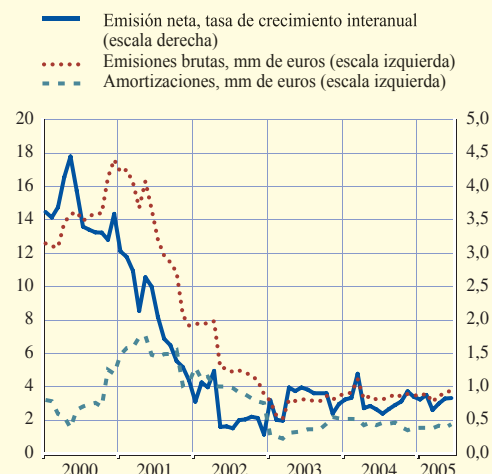
(mm de euros; cifras acumuladas de doce meses)



Fuente: Thomson Financial Deals.

Gráfico 13 Emisión neta y bruta de acciones cotizadas por las sociedades no financieras

(mm de euros; media móvil de doce meses; tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Las sociedades no financieras también podrían haber utilizado la financiación mediante deuda para asegurarse un coste reducido en la financiación de inversiones futuras. A pesar de la relativa debilidad de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro hasta el segundo trimestre del 2005, los datos microeconómicos sugieren que, ya en el 2004, algunas sociedades no financieras habían comenzado a aumentar su endeudamiento, con el fin de financiar la inversión en capital fijo. En el gráfico 11 se muestra que el 25% de las sociedades no financieras que incrementaron su endeudamiento lo más posible en el 2004 adquirieron también más activo fijo. Por el contrario, el otro 75% de empresas redujeron, en promedio, su endeudamiento en el 2004 y continuaron reduciendo su activo fijo. Ello podría indicar que, o bien habían reconocido la necesidad de sanear aún más sus balances, o que no se les presentaron oportunidades de realizar una inversión provechosa para la que endeudarse.

4.2 FINANCIACIÓN MEDIANTE ACCIONES

Junto con la financiación mediante deuda, las acciones constituyen otra fuente fundamental de financiación externa para las sociedades no financieras (véase recuadro 2).

Siguiendo un patrón similar al de la evolución de la financiación mediante deuda, el crecimiento interanual de acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras de la zona del euro se elevó fuertemente en la segunda mitad de los noventa. Desde el año 1999 al 2001 se registró un número récord de ofertas públicas iniciales en la zona del euro, que se vio alentado en parte por la esperanza de obtener beneficios considerables en el área de las nuevas tecnologías (véase gráfico 12), por lo que pasaron a ser conocidas como ofertas públicas iniciales de la «nueva economía». De hecho, durante este período, además de la privatización de algunas empresas de titularidad pública parcial, se registraron un gran número de salidas a Bolsa de nuevas compañías, especialmente en los sectores de telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnología. Este hecho estuvo relacionado, asimismo, con el espectacular crecimiento de mercados de valores especializados en «empresas con alto potencial de crecimiento», que se convirtieron en un segmento muy activo para la emisión de acciones cotizadas. Más en general, la financiación mediante acciones es una manera muy ventajosa de financiar empresas innovadoras, pues los bancos suelen ser reacios a conceder préstamos a sociedades con ese perfil de riesgo.

Recuadro 2

EMISIÓN DE ACCIONES POR PARTE DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En este recuadro se ofrece una breve panorámica de las distintas formas de emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro.

Las acciones son derechos de participación en los activos y en los beneficios de una empresa. Por lo general, pueden emitirse de modo privado en forma de acciones no cotizadas y capital riesgo, y público a través de acciones que cotizan en un mercado de valores (acciones cotizadas).

El capital inversión consiste en inversiones en acciones no cotizadas de empresas privadas o públicas¹. El capital riesgo suelen proporcionarlo inversores, como empresas especializadas en este negocio, en forma de dinero de arranque para financiar nuevas empresas de alto riesgo, especializadas, por ejemplo, en nuevas tecnologías, a cambio de una participación en el capital de la empresa.

Con respecto a la emisión pública, las empresas pueden emitir acciones por primera vez (oferta pública inicial) y ser admitidas a cotización en un mercado de valores, o bien, si ya cotizan, emitir nuevas acciones (oferta pública secundaria). La admisión a cotización de empresas en un mercado de valores mejora su acceso a los mercados de capitales, pues los posibles inversores reciben mejor información, debido a la mejora de la transparencia y la divulgación de los requisitos de información que forman parte de las condiciones exigidas para cotizar. Además, las empresas cotizadas tienen que cumplir, con frecuencia, determinados criterios de funcionamiento y estándares contables, lo que debería aumentar la confianza de los inversores. Por último, cuando una empresa cotiza, los inversores pueden observar las fluctuaciones del precio de las acciones y, por lo tanto, formar una opinión mejor de la rentabilidad potencial.

Uno de los principales resultados que se desprenden de los estudios empíricos sobre la emisión pública de acciones es que hay evidencia considerable de que existen marcados ciclos en el mercado de ofertas públicas iniciales, es decir, ciclos pronunciados en el número de este tipo de ofertas realizadas en un mes y en la rentabilidad inicial media mensual, de modo que el número de ofertas públicas iniciales varía considerablemente en el tiempo. Estos mercados «calientes» y «fríos» parecen tener su origen, principalmente, en las fluctuaciones de la demanda de capital por parte de las sociedades no financieras y en el clima inversor².

- 1 Para más información, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de octubre del 2005, titulado «Evolución del capital inversión y del capital riesgo en Europa».
- 2 Véase J. R. Ritter (2003), «Investment banking and securities issuance», G. Constantinides, M. Harris y R. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam, pp. 255-306.

Tras el período de descenso de las cotizaciones bursátiles, la tasa de crecimiento interanual de la emisión bruta y neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro cayó drásticamente hasta mediados del 2002, estabilizándose posteriormente en un nivel relativamente bajo (véase gráfico 13)²¹. Esta emisión relativamente moderada de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras de

la zona del euro desde el 2002 hasta el segundo trimestre del 2005 podría reflejar, en parte, aspectos cíclicos, pero también indica el coste relativamente elevado del capital, particularmente

- 21 Para una valoración de la evolución de la financiación mediante acciones, el importe neto de las acciones emitidas es un indicador más relevante que la emisión bruta, ya que las sociedades no financieras pueden recomprar o retirar del mercado parte o la totalidad de las acciones que hayan emitido.

cuando se compara con fuentes de financiación alternativas.

Con el fin de aprovechar el bajo coste de la financiación mediante deuda, las sociedades no financieras han reducido su porcentaje de emisión neta de acciones (de una cifra ligeramente superior al 30% a comienzos del 2000 a aproximadamente el 10% del total de sus operaciones de financiación anuales en el segundo trimestre del 2005) y aumentado el porcentaje de financiación mediante deuda (de una cifra ligeramente inferior al 70% a cerca del 90%) en su financiación total.

Puede que otros factores también hayan sido importantes. El número de privatizaciones, por ejemplo, ha disminuido considerablemente en los últimos años. Por otra parte, las adquisiciones, fusiones y absorciones han implicado un descenso del saldo de acciones cotizadas. Asimismo, las fusiones y adquisiciones, que solían financiarse mediante la emisión de nuevas acciones, disminuyeron de modo significativo, y la información disponible parece sugerir que un gran número de empresas iniciaron planes de recompra de acciones, reduciendo con ello su emisión neta.

5 CONCLUSIÓN

En los diez últimos años, las sociedades no financieras de la zona del euro han experimentado cambios sustanciales en las condiciones y la evolución de su financiación y en su situación patrimonial. En primer lugar, se ha producido una mejora general en las condiciones de financiación de las sociedades no financieras, atribuible, en parte, al impacto positivo que la introducción del euro tuvo sobre el nivel de los tipos de interés. En segundo lugar, tras el máximo de crecimiento de la financiación externa registrado en el 2000, derivado de una intensa inversión financiera y no financiera, así como del empeoramiento de su situación patrimonial, las sociedades no financieras atravesaron un período de reestructuración, que se tradujo en la mejora de la rentabilidad empresarial, un considerable estrechamiento de las brechas financieras y una reducción de las ratios de deuda. Sólo recientemente se ha vuelto a producir un ligero incremento de las ratios de deuda, debido a un repunte de la demanda de financiación mediante deuda por parte de las sociedades no financieras en el primer semestre del 2005, mientras que la emisión de acciones realizada por estas sociedades ha seguido siendo moderada hasta el final del segundo trimestre del 2005.

LAS RELACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS ENTRE LA ZONA DEL EURO Y RUSIA

ARTÍCULOS

Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia

En este artículo se analiza la evolución económica de Rusia y las relaciones económicas y financieras entre este país y la zona del euro. También se consideran los factores que han contribuido al intenso crecimiento y a la estabilización macroeconómica de Rusia, centrándose en la instrumentación de la política monetaria y en los aspectos más destacados de las reformas del sector bancario. Los vínculos comerciales y financieros entre la zona del euro y Rusia también se han reforzado en los últimos años, y la UE y Rusia están tratando de crear un mercado abierto e integrado a largo plazo entre las dos áreas económicas. En este contexto, el Eurosistema y el Banco de Rusia han intensificado el diálogo y la cooperación mutuos, como se ha puesto de manifiesto en los dos primeros seminarios de alto nivel celebrados conjuntamente por el Eurosistema y el Banco de Rusia en mayo del 2004 y octubre del 2005, y en el proyecto TACIS de la UE en el ámbito de la supervisión bancaria, de dos años de duración, y que ha sido organizado por el Eurosistema junto con el Banco de Rusia.

I INTRODUCCIÓN

Rusia, con una población de más de 140 millones de habitantes, es el país más grande de los colindantes con la Unión Europea y un socio estratégico. La transición de este país de una economía planificada a la economía de mercado tuvo un comienzo difícil que culminó en la crisis financiera de agosto de 1998. Sin embargo, desde entonces, los aspectos más reseñables de la economía han sido el intenso crecimiento, la estabilización macroeconómica y las reformas estructurales, sustentados en un considerable aumento de los precios de la energía y de los productos metálicos, las principales exportaciones de bienes de Rusia. Los vínculos económicos entre la zona del euro y Rusia se han reforzado en el ámbito del comercio, de las finanzas y de la inversión.

No obstante, aún quedan diversos retos por afrontar. Las autoridades rusas consideran que la consecución de un crecimiento sostenible exige diversificar la economía. Las cuantiosas entradas de capital están haciendo más difícil que las autoridades cumplan sus dos objetivos de política monetaria, reducir de la inflación y contener la apreciación del tipo de cambio efectivo real del rublo. Y aunque se han hecho progresos en la reforma del sector bancario, es necesario seguir reforzando el marco jurídico y regulador. En cuanto a las relaciones económicas, la UE y Rusia están tratando de crear un mercado abierto e integrado a largo plazo entre las dos áreas económicas, lo que favorecerá la integración real entre la zona del euro y Rusia mediante el fomento del comercio y de la inversión de la zona del euro en Rusia.

El Eurosistema ha ampliado la cooperación con el Banco de Rusia, lo que ha servido de complemento a las relaciones bilaterales que este último mantiene con varios bancos centrales nacionales desde la década de los noventa. El programa de formación de dos años de duración sobre supervisión bancaria, organizado por el Eurosistema en beneficio del Banco de Rusia y financiado por TACIS, el programa de asistencia técnica de la UE dirigido a los países de la CEI, ha constituido la manifestación más visible de la cooperación reforzada. El Eurosistema y el Banco de Rusia también han celebrado seminarios de alto nivel dedicados a aspectos de banca central relativos a los vínculos económicos y financieros entre las dos áreas económicas¹. En este contexto, en este artículo se considera la evolución y la política económica de Rusia, se analizan los lazos económicos y financieros entre este país y la zona del euro, y se presenta una panorámica general de las relaciones entre el Eurosistema y el Banco de Rusia.

2 LA ECONOMÍA RUSA

Desde la crisis financiera de 1998, Rusia ha registrado un período de crecimiento sin precedentes, con un incremento del PIB real próximo al 50%, lo que supone una tasa media de crecimiento interanual del 6,8%. La depreciación

¹ En los últimos años, el Eurosistema ha realizado varios seminarios de alto nivel con grupos regionales de bancos centrales. Véanse los artículos titulados «Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro» e «Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea» en las ediciones del Boletín Mensual de abril y octubre del 2004.

Cuadro I Indicadores económicos fundamentales

(tasas de variación interanual; salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB real	-5,3	6,4	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2
Consumo privado	-3,4	-2,9	7,3	9,5	8,5	7,5	10,7
Formación de capital fijo	-12,4	6,4	18,1	10,2	2,8	12,8	10,8
Cuenta corriente (en porcentaje del PIB)	0,1	12,6	18,0	11,1	8,4	8,2	10,3
Inflación a finales de año	84,4	36,5	20,2	18,6	15,1	12,0	11,7
Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)	-8,2	-3,1	3,1	2,7	0,6	0,9	4,5
Desempleo (en porcentaje de la población activa; medias anuales)	11,9	12,9	10,5	9,0	8,1	8,6	8,2
PIB nominal (mm de euros)	242	184	281	342	365	382	468

Fuentes: Federal State Statistics Service, Banco de Rusia, FMI y cálculos del BCE.

real inicial del rublo, unida a incrementos considerables de los precios de las principales exportaciones rusas, la energía y los productos metálicos, así como el volumen de exportaciones, impulsaron sustancialmente el crecimiento y generaron unos superávits por cuenta corriente entre el 8% y el 18% del PIB. A partir del año 2000, la inversión empresarial y el consumo privado contribuyeron a que la recuperación se convirtiera en un crecimiento generalizado, sustentado en la estabilización macroeconómica y en reformas estructurales en áreas como la liberalización empresarial, la fiscalidad y la propiedad de la tierra. Más recientemente, a pesar de la persistente subida de los precios energéticos y de un superávit récord por cuenta corriente, las tasas de crecimiento se han reducido ligeramente, como consecuencia de la apreciación real del rublo y de un entorno empresarial y regulador incierto, lo que pone de manifiesto la necesidad de acometer nuevas reformas estructurales en áreas como la energía, la atención sanitaria, la educación, las administraciones públicas y la administración de justicia.

El crecimiento es la prioridad de la política económica rusa, y el objetivo es duplicar el PIB real en una década, lo que supone una tasa media de crecimiento interanual superior al 7%². Actualmente, el PIB per cápita ruso se sitúa en torno al 15% del PIB per cápita de la zona del euro en términos nominales, y en aproximada-

mente el 35% del PIB per cápita de la zona del euro en paridad del poder adquisitivo.

Rusia cuenta con el 6,1% y el 26,5% de las reservas mundiales probadas de petróleo y de gas, respectivamente, lo que hace que su evolución económica dependa considerablemente del sector energético. En el ámbito interno, se estima que los sectores energético y de productos metálicos representan el 25% del PIB³. Por otra parte, más del 50% de las exportaciones totales de bienes y servicios corresponden a los sectores de petróleo y gas, y generan hasta el 40% del total de ingresos fiscales federales. Los análisis econométricos indican que el efecto de las variaciones de los precios del petróleo en el crecimiento del PIB ruso es significativo⁴. En los últimos años, Rusia se ha beneficiado no sólo del incremento mundial de los precios de sus principales exportaciones, sino también de un aumento de la producción. Por ejemplo, la producción de crudo se elevó de 6,2 millones de barriles diarios en 1998 a 9,8 millones de barriles diarios en el 2004, lo que ha convertido a Rusia en el segundo

2 Recientemente, el Gobierno ha dado a conocer una previsión de crecimiento del PIB del 5,9% en el 2005.

3 Esta cifra, publicada por el Banco Mundial para el año 2000, tiene en cuenta la valoración de las transferencias entre productores y sus socios comerciales, y es el doble de la que figura en los datos oficiales.

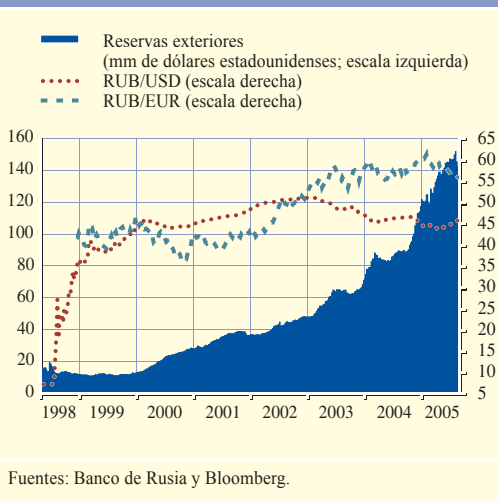
4 Véase, por ejemplo, Fondo Monetario Internacional (2002), *Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report No 02/75, Washington, DC, y Rautava, J. (2002), *The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy*, BOFIT Discussion Paper 3/2002, Helsinki.

productor de petróleo del mundo. De cara al futuro, las autoridades rusas consideran que la creación de una economía más diversificada es un requisito previo para la consecución de un crecimiento sostenible.

La recuperación económica tras la crisis financiera fue acompañada de un descenso de la inflación interanual, que cayó desde más del 80% a finales de 1998 hasta el 10% a mediados del 2004, y de la estabilización del tipo de cambio (véase gráfico 1). Actualmente, el Banco de Rusia tiene dos objetivos de política monetaria, reducir la inflación y frenar el ritmo de apreciación del tipo de cambio real del rublo para sustentar el crecimiento del sector no energético de la economía, y las intervenciones en el mercado de divisas han sido el principal instrumento para alcanzar estas metas. El entorno de elevados superávits por cuenta corriente ha conducido a una rápida acumulación de activos exteriores de reserva, que han pasado de 12 mm de dólares estadounidenses a finales de 1998 a más de 140 mm de dólares a mediados del 2005, lo que ha hecho que Rusia pase a ocupar el séptimo lugar en lo que respecta a las tenencias de reservas exteriores del mundo y se convierta en un acreedor neto internacional.

Las intervenciones en el mercado de divisas han ido acompañadas de elevadas tasas de crecimiento de los agregados monetarios, si bien las prudentes políticas fiscales aplicadas han contribuido a esterilizar, en parte, el efecto de las intervenciones a través de los depósitos de las Administraciones Públicas en el Banco de Rusia y, desde comienzos de 2004, mediante el fondo de estabilización del petróleo, de reciente creación. Así, la inflación ha repuntado desde el verano del 2004, y en términos interanuales se situaba por encima del 12% a mediados del 2005, con el objetivo de acabar el año a una tasa del 7,5%-8,5%⁵. Por otra parte, debido a la persistencia de la inflación y a las presiones de apreciación del rublo, la tasa de apreciación del tipo de cambio efectivo real de esta moneda fue del 8,3%, en términos interanuales, a mediados del 2005, esto es, ligeramente por encima del límite superior del 8%

Gráfico 1 Evolución de las reservas exteriores y del tipo de cambio

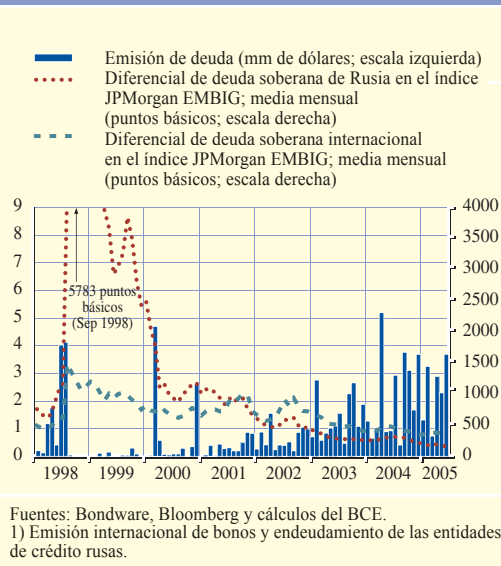


en el que el Banco de Rusia espera mantener la apreciación del tipo de cambio efectivo real hasta finales de este año.

El aumento de los ingresos procedentes de las exportaciones de petróleo, junto con un intenso crecimiento, han llevado a un saneamiento de las finanzas públicas con relación al período anterior a 1998. Desde el año 2000, los presupuestos públicos han registrado superávits durante cinco años consecutivos. En el 2005 se espera un nuevo superávit récord, a pesar de ciertos aumentos del gasto público, por ejemplo, en relación con las reformas de la seguridad social. Al mismo tiempo, los fondos depositados en el fondo de estabilización del petróleo se incrementaron desde algo menos del 1% del PIB a comienzos del 2004 hasta más del 3% a finales de junio del 2005. Por otra parte, Rusia amortizó anticipadamente toda la deuda pendiente con el FMI a principios del 2005, y en verano del 2005 realizó considerables reembolsos anticipados de la deuda de la era soviética, cuyo calendario de pagos había sido previamente renegociado, a los acreedores oficiales del Club de París. La solidez presupuestaria y la mejora de la posición exterior del Gobierno han sido la causa principal de la continua mejora de las calificacio-

5 Recientemente, el Gobierno ha dado a conocer una previsión de una tasa de inflación del 10%-11% para el 2005.

Gráfico 2 Deuda internacional¹⁾, y diferenciales de bonos



nes de la deuda soberana, que ha alcanzado la calificación de grado de inversión, y un sustancial descenso de los diferenciales de deuda soberana, que se situaban por debajo de 100 puntos básicos en otoño del 2005 (véase gráfico 2).

El favorable entorno macroeconómico también propició la recuperación del sector bancario ruso, el principal pilar de su sistema financiero. La rentabilidad y la calidad de los activos mejoraron, y las ratios de adecuación del capital de las entidades de crédito con ratios positivas se recuperaron con posterioridad a la crisis, situándose en el 17% a finales del 2004. El volumen de activos, depósitos y préstamos en porcentaje del PIB ha sobrepasado los niveles previos a la crisis. El crédito al sector privado, sobre todo a los hogares, ha crecido con intensidad, lo que ha llevado a que se plantee la cuestión de si esta evolución refleja una mejora de la «profundización financiera» o si el crédito está aumentado a un ritmo que podría convertirse en insostenible, sobre todo si se consideran las experiencias de otras economías emergentes. Como consecuencia de la creciente confianza en la estabilidad de la moneda nacional, los depósitos en rublos han registrado un crecimiento pronunciado, lo que ha provocado una disminución de los depósitos denominados en otras monedas

en el total de depósitos, desde aproximadamente el 40% a finales de 1998 hasta el 25% a finales del 2004.

Las entidades de crédito de titularidad pública continúan desempeñando un papel fundamental en las estructuras del sector bancario, y aproximadamente el 38% de los activos totales de este sector obran en poder de dichas entidades, y los dos bancos más grandes son de titularidad estatal. Además, todo el sector bancario muestra un grado considerable de integración, ya que 20 de un total de 1.270 entidades tienen más del 60% de los activos, el 75% de los depósitos de los hogares y más del 50% de las cuentas de empresas. Mientras que las entidades con capital extranjero tienen menos del 8% de los activos del sector bancario, la mayor parte de las instituciones financieras son entidades de titularidad privada nacional. Muchas de ellas siguen siendo pequeñas y continúan aplicando unas prácticas de gobierno inadecuadas, con estructuras de propiedad y de capital opacas. Además, aunque las entidades de crédito han tratado de acceder a nuevos mercados, los balances todavía están muy concentrados en un número reducido de prestatarios y depositantes.

Como consecuencia de estas debilidades estructurales, el sector bancario privado nacional atravesó una crisis de confianza a principios del verano del 2004⁶, lo que confirmó la necesidad de agilizar las reformas del sistema bancario, como se establecía en la estrategia oficial para el sector bancario. Entre los principales objetivos se incluye la mejora de la eficacia de los servicios de intermediación, el aumento de la transparencia y la competitividad internacional del sector y prevenir las actividades ilícitas, especialmente el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo.

Un aspecto clave de esta estrategia ha sido la introducción de un sistema general de garantía de depósitos. A finales de septiembre del 2005, más de 920

⁶ La crisis se desencadenó a raíz de la retirada de la licencia a un banco de tamaño medio por acusaciones de blanqueo de dinero, y posteriormente hubo tensiones en el mercado interbancario. A mediados del verano, una entidad relativamente grande tuvo problemas para hacer frente a los pagos a sus clientes, lo que provocó retiradas de depósitos de algunas entidades privadas. Véase también el recuadro 1 del Financial Stability Review del BCE de diciembre del 2004.

Cuadro 2 Indicadores monetarios y financieros fundamentales

(tasas de variación interanual; salvo indicación en contrario)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Reservas exteriores (mm de dólares estadounidenses), a fin de año	12,2	12,5	28,0	36,6	47,8	76,9	124,5
Agregado monetario amplio (rublo M2)	21,3	57,5	61,6	39,7	32,4	50,5	35,8
Tipo de interés del mercado monetario (en porcentaje)	50,6	14,8	7,1	10,1	8,2	3,8	3,3
Activos del sector bancario	50,3	51,6	48,9	33,7	31,2	35,1	27,4
Crédito al sector privado	64,2	53,7	53,6	52,0	30,0	44,8	48,6

Fuentes: Banco de Rusia y cálculos del BCE.

entidades de crédito, que representan casi el 99% del total de depósitos de los hogares, se habían adherido a este sistema, favoreciendo cierta consolidación del sector. Inicialmente, este sistema se consideró un instrumento para fomentar la igualdad de condiciones para las entidades de titularidad estatal. Sin embargo, también ha demostrado ser fundamental para analizar las estructuras y la titularidad del capital de los bancos rusos durante el proceso de inspección de las entidades que habían solicitado adherirse al sistema. Junto con varias normas introducidas en el 2004, incluidas las que tienen por objeto luchar contra la capitalización ficticia de las entidades de crédito, este sistema representa un paso adelante en los esfuerzos del Banco de Rusia para completar el cumplimiento de una supervisión bancaria basada en el riesgo. No obstante, es necesario seguir reforzando el marco jurídico y normativo.

Hace poco que las entidades de crédito rusas han empezado a captar fondos de los mercados internacionales de capitales, tal como venían haciendo las grandes sociedades no financieras. Los bonos y préstamos internacionales emitidos por el sector de sociedades no financieras, principalmente empresas del sector petrolífero, de gas, de productos metálicos y de telecomunicaciones, ascendían a un total de más de 18 mm de dólares estadounidenses en el 2004, frente a los 3 mm de dólares del 2001 (véase gráfico 2). En ese mismo período, la exposición de las entidades que informan al BPI al sector empresarial ruso se incrementó en más de 14 de mm de dólares estadounidenses, hasta situarse en más de 27 mm de dólares. Así, el saldo de la deuda externa bruta (excluida la deuda pendiente con empresas de titularidad extranjera) de este sector se situaba en el 10% del PIB a finales del 2004, en comparación con el 5% a finales del 2000.

3 VÍNCULOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS ENTRE LA ZONA DEL EURO Y RUSIA

Los vínculos económicos y financieros entre la zona del euro y Rusia se han reforzado en los últimos años. La zona del euro es el socio comercial más importante de Rusia, con una participación de aproximadamente el 35% del comercio total de bienes de Rusia (al tiempo que la Unión Europea en su conjunto representa más o menos el 50% del comercio total de bienes de Rusia). Aunque la participación de Rusia en el comercio de la zona del euro es sustancialmente menor, se ha incrementado más del 80% con respecto al reducido nivel de 1999, favorecida por el escalada internacional de los precios energéticos y de los productos metálicos⁷, así como por el pronunciado crecimiento del país. En el 2004, Rusia representó en torno al 3% de las exportaciones de bienes de la zona del euro y casi el 5% de las importaciones (véase cuadro 3), pasando a ocupar el cuarto lugar de destino de las exportaciones de la zona del euro fuera de la UE, tras Estados Unidos, Suiza y China, y el tercer importador a la zona no perteneciente a la UE, después de Estados Unidos y China.

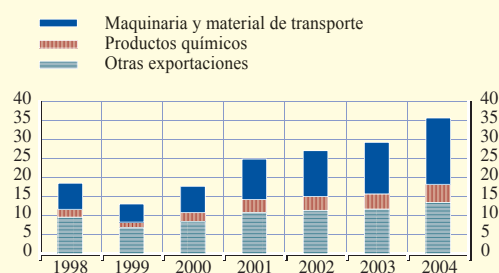
El hecho de que aproximadamente una cuarta parte de las importaciones totales netas de petróleo y casi una tercera parte de las de gas de la UE-15 procedan de Rusia ha influido notablemente en la evolución del comercio. En un contexto marcado por el alza de los precios en los mercados internacionales, las importaciones de suministros de pro-

7 Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de julio del 2005, en el que se subraya que las exportaciones de la zona del euro se han beneficiado de la creciente demanda de importaciones de las economías exportadoras de petróleo de la CEI.

Gráfico 3 Comercio de bienes de la zona del euro con Rusia

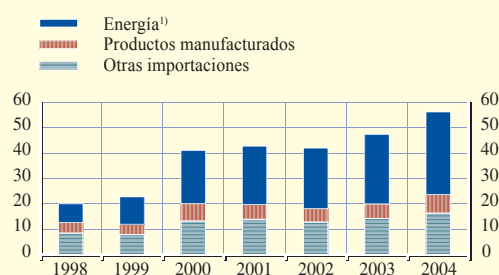
(mm de euros)

Exportaciones de la zona del euro a Rusia



Fuente: Eurostat.

Importaciones de la zona del euro procedentes de Rusia



Fuente: Eurostat.

1) El gráfico subestima la importancia de la energía en las importaciones procedentes de Rusia, ya que los datos de ese grupo de productos no incluyen la mayor parte de las importaciones de gas ruso de la zona del euro (en su lugar, la mayor parte de las importaciones de gas figuran en «otras importaciones»).

ductos energéticos y de productos metálicos de Rusia han pasado a ser incluso más dominantes (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se ha visto impulsado por una elevada demanda de consumo y de inversiones en Rusia, concretamente de maquinaria y de material de transporte, incluidos automóviles destinados al consumo privado y equipos de telecomunicaciones, así como diversas manufacturas.

Aunque la crisis financiera de 1998 causó un serio impacto sobre los vínculos financieros entre la zona del euro y Rusia, la recuperación posterior ha confirmado el destacado papel que desempeñan las entidades de crédito de la zona del euro como

acreedores de la economía rusa, ya que han aportado buena parte de los fondos que el sector empresarial ruso ha estado captando en los mercados internacionales en los últimos años. Al mismo tiempo, el sector bancario ruso mantiene parte de sus activos exteriores en entidades y en valores de la zona del euro. La UE es una destacada fuente de inversión directa extranjera (IDE) en Rusia, y representa aproximadamente el 37% de los flujos totales de IDE. No obstante, el nivel actual de flujos de IDE hacia Rusia, que se sitúa más o menos en el 2% del PIB, todavía es reducido si se compara con el de otros países de Europa Central y Oriental. En consecuencia, Rusia recibe menos del 1% del total de IDE de inversores de la zona del euro. Será necesario introducir otros cambios positivos en lo que respecta a la inversión, entre los que se incluye una protección más adecuada de los derechos de propiedad, el fortalecimiento del Estado de Derecho y de las instituciones de la economía de mercado, para fomentar la integración real mediante la inversión de la zona del euro en Rusia. Al mismo tiempo, si bien los flujos totales de IDE procedentes de Rusia son más o menos equivalentes a los flujos inversos de IDE, hasta ahora, la UE y la zona del euro sólo han recibido una pequeña parte de la IDE de Rusia.

En los últimos años, el Banco de Rusia ha adoptado medidas que han propiciado un mayor recurso al euro como ancla y como divisa de reserva. Desde el 2003, la política cambiaria del Banco de Rusia se ha centrado en limitar la apreciación efectiva real del rublo frente a una cesta de monedas ponderada por el comercio formada por las divisas de un elevado número de socios comerciales de Rusia. Los países de la zona del euro y, con ello, la moneda única, tienen una ponderación de más del 36%. En febrero del 2005 se introdujo una cesta operativa dólar estadounidense-euro como punto de referencia para la gestión diaria del tipo de cambio del rublo. La ponderación del euro en esta cesta operativa, que inicialmente se fijó en el 10%, se incrementó al 35% en agosto del 2005. En consonancia con este cambio en la gestión del tipo de cambio, la volatilidad diaria del tipo de cambio del euro frente al rublo ha disminuido ligeramente. Los

Cuadro 3 Indicadores de la integración económica y financiera entre la zona del euro y Rusia

	2000	2001	2002	2003	2004
Comercio					
Participación de Rusia en la balanza de bienes de la zona del euro					
Exportaciones	1,8	2,3	2,5	2,8	3,1
Importaciones	3,9	3,8	3,6	4,1	4,6
Participación de la zona del euro en la balanza de bienes de Rusia					
Exportaciones	29,2	32,5	30,0	30,7	32,8
Importaciones	28,0	34,4	34,1	32,7	40,8
Participación de Rusia en la balanza de servicios de la zona de euro	1,2	1,3	1,2	1,2	...
Finanzas					
Activos de las entidades de la zona del euro que informan al BPI frente a Rusia					
(mm de dólares estadounidenses)	30,8	30,8	24,1	33,3	40,7
Activos de las entidades de la zona del euro que informan al BPI frente a Rusia					
(en porcentaje del total de activos frente a Rusia)	85,0	83,4	71,9	72,8	72,4
Inversión directa (mm de euros)					
Inversión directa extranjera de la zona del euro en Rusia					
Flujos	1,5	1,6	1,9	4,0	...
Saldos	4,8	6,8	7,3	...	...
Inversión directa extranjera de Rusia en la zona del euro					
Flujos	0,3	0,5	0,1	0,5	...
Saldos	2,1	2,5	2,8	...	...

Fuentes: Eurostat, FMI, BPI y cálculos del BCE.

Nota: No se dispone de datos sobre la participación de la zona del euro en la balanza de servicios de Rusia.

activos denominados en euros también han pasado a estar incluidos, de manera creciente, en las tenencias de reservas exteriores del Banco de Rusia, y las autoridades señalaron recientemente que estos activos constituyen aproximadamente un tercio del total de reservas exteriores. De este modo, Rusia se ha convertido en un destacado tenedor de activos de reserva denominados en euros.

Los datos sobre operaciones en efectivo con divisas por entidades de crédito rusas autorizadas también apuntan a que la demanda de euros por parte de los hogares rusos se ha incrementado desde la introducción de la moneda única, principalmente por razones de turismo, como indica el patrón estacional de las ventas de euros de las entidades de crédito. En cambio, el uso del euro como moneda vehículo en el mercado de divisas y como moneda de inversión y financiación continúa siendo limitado. Si bien la participación del euro en los activos exteriores de las entidades de crédito rusas se elevó hasta situarse en torno al 20% a principios del 2005 (frente al 7%,

aproximadamente, de principios del 2002), su participación en los pasivos financieros de los bancos ha permanecido alrededor del 7%. Los billetes extranjeros y los depósitos en divisas se mantienen, principalmente, en dólares estadounidenses⁸.

4 RELACIONES ENTRE EL EUROSISTEMA Y EL BANCO DE RUSIA

Las relaciones entre el Eurosistema y el Banco de Rusia se han reforzado considerablemente en los últimos años, y han constituido un complemento a las relaciones y la cooperación bilaterales que varios bancos centrales nacionales del Eurosistema han desarrollado y aplicado desde la década de los noventa. Los elementos clave de ese proceso han sido (1) los dos seminarios de alto nivel organiza-

⁸ Las estimaciones del 2002 sitúan el volumen de dólares estadounidenses que circulan en Rusia y en la antigua Unión Soviética en 178 mm de dólares, casi el 30% del total de dólares en circulación fuera de Estados Unidos. Véase J. (2003), *The Federal Reserve Bank of New York's experience of managing cross-border migration of US dollar banknotes*, BIS Papers No 15, Basilea, pp. 152-162.

dos conjuntamente por el Eurosistema y el Banco de Rusia, uno celebrado en mayo del 2004 y otro en octubre del 2005, y (2) el proyecto TACIS de la UE en el ámbito de la supervisión bancaria, de dos años de duración, organizado por el Eurosistema y el Banco de Rusia.

La cooperación entre el Eurosistema y el Banco de Rusia ha seguido avanzando en el contexto general de las relaciones entre la UE y Rusia. Estas relaciones se basan en el Acuerdo de Asociación y Cooperación (PCA, en sus siglas en inglés), en vigor desde 1997, que cubre diversos ámbitos entre los que se incluyen la cooperación comercial y económica. En particular, el PCA prevé la creación de un área de libre comercio entre la UE y Rusia. En el 2003, ambas partes acordaron establecer cuatro espacios comunes a largo plazo en el ámbito de las relaciones económicas, de la libertad, la seguridad y la justicia, la seguridad exterior, y la investigación y la educación. Considerando la experiencia adquirida en Europa y en otras muchas partes del mundo acerca del papel de los mercados en la promoción del comercio y del crecimiento económico, el objetivo del Espacio Económico Común es crear un mercado abierto e integrado entre la UE y Rusia cuando este último país se haya unido a la Organización Mundial de Comercio (OMC). El programa para la consecución de este objetivo prevé un amplio abanico de medidas, entre las que se incluyen un diálogo para la regulación de productos industriales, legislación en materia de competencia, normativa de inversión, la estabilidad del sistema financiero, cuestiones de contabilidad y auditoría, la promoción del comercio y cuestiones relacionadas con las aduanas, así como las telecomunicaciones, el transporte y el medio ambiente. La UE y Rusia también aspiran a continuar con el diálogo sobre cuestiones energéticas iniciado en el año 2000 en el que se tratan cuestiones de interés común relacionadas con el sector más importante en el comercio entre la UE y Rusia.

La creciente integración real y financiera y la cooperación económica entre la UE y Rusia fue también uno de los temas tratados exhaustivamente en el primer seminario de alto nivel organizado por el Eurosistema y el Banco de Rusia en mayo del 2004 en Helsinki. Los participantes convinieron

en que la ampliación de la UE había creado nuevas oportunidades para estudiar los beneficios mutuos de la integración económica en lo que respecta a los flujos de comercio y de inversión. De este modo, existen sólidos argumentos para desarrollar un diálogo constructivo entre el Eurosistema y el Banco de Rusia sobre los aspectos de banca central de este proceso de integración. En este contexto, el seminario de Helsinki se centró en la instrumentación de la política monetaria en el marco de la libre circulación de capitales, así como en el desarrollo del sistema bancario y en la estabilidad del sector financiero. A la vista de los progresos realizados por el sector bancario ruso en los dos últimos años, en el seminario celebrado en San Petersburgo en octubre del 2005 se analizaron con más detalle cuestiones relativas a la evolución y la estabilidad del sistema bancario, así como al uso de determinados mecanismos como la introducción de un sistema de garantía de depósitos, para fomentar la confianza y la estabilidad financiera.

El seminario de alto nivel celebrado en San Petersburgo coincidió con el final del proyecto TACIS en el ámbito de la supervisión bancaria, de dos años de duración. El programa de formación tenía por objeto contribuir a la estabilidad financiera de Rusia mediante la transferencia de conocimientos de los supervisores bancarios de la UE a los del Banco de Rusia. Este proyecto, único en cuanto a su alcance, concentración y complejidad, era parte del contrato firmado por la Delegación de la Comisión Europea en Rusia y el Banco Central Europeo en octubre del 2003. El proyecto fue coordinado y puesto en práctica por el BCE en colaboración con el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France, el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, la Banca d'Italia, el De Nederlandsche Bank, el Oesterreichische Nationalbank, el Banco de Portugal, el Suomen Pankki – Finlands Bank, el Rahoitustarkastus (el organismo supervisor financiero finlandés), la Finansinspektionen (Suecia) y la Financial Services Authority (Reino Unido).

Ochocientos supervisores del Banco de Rusia asistieron a 64 cursos de introducción a las normas y métodos de la UE en materia de supervisión bancaria basada en el riesgo. La mitad de los cursos se

dedicaron a temas tales como la liquidez, el mercado, el riesgo de crédito y el riesgo operacional, sistemas de alarma temprana y la reestructuración bancaria. Más de 30 directivos del Banco de Rusia, principalmente de la oficina central, realizaron visitas de estudio de una semana de duración a bancos centrales nacionales y a organismos de supervisión de la UE con el fin de conocer la aplicación práctica de las técnicas de supervisión bancaria. Por último, el programa incluía cuatro seminarios de un día de duración en los que se trató la estabilidad financiera, Basilea II y la lucha contra el blanqueo de capitales, así como el gobierno corporativo y el riesgo operacional. En estos cuatro seminarios se suscitaron debates de política económica entre delegados de alto nivel de la UE y del Eurosistema y representantes del Consejo de Gobierno y de la alta dirección de la supervisión bancaria del Banco de Rusia, del poder legislativo ruso, de la Administración Presidencial, del Ministerio de Economía, del mundo académico ruso y de la Asociación de Entidades de Crédito de Rusia.

El Comité de Coordinación que supervisó el proyecto, presidido por el Banco de Rusia, evaluó el proyecto considerándolo una destacada y oportuna contribución a los esfuerzos de reforma realizados por el Banco de Rusia en el ámbito de la supervisión bancaria⁹.

Como complemento a las actividades de formación se ha publicado un libro sobre las experiencias de la UE y las prácticas aplicadas en Rusia en el área de la supervisión bancaria, dirigido a los supervisores del Banco de Rusia que no pudieron participar en los cursos de formación organizados. Un capítulo del libro fue preparado por el Banco de Rusia, y los demás capítulos y los anexos fueron redactados por el BCE, basándose en los cursos fundamentales sobre supervisión bancaria celebrados por sus instituciones asociadas.

5 CONCLUSIONES

En los últimos años, el Eurosistema y el Banco de Rusia han aumentado sustancialmente su cooperación, como complemento de las relaciones y la cooperación bilaterales que diversos bancos centrales nacionales del Eurosistema han desarrollado y mantenido con el Banco de Rusia desde la década de los noventa. Esa cooperación entre el Eurosistema y el Banco de Rusia se ha centrado en torno a un programa de formación de dos años de duración sobre supervisión bancaria organizado por el Eurosistema conjuntamente con el Banco de Rusia y financiado por el programa TACIS de la UE, así como en seminarios de alto nivel organizados por ambas instituciones y centrados en aspectos de banca central del proceso de integración entre la UE y Rusia.

Esa cooperación se ha desarrollado en el contexto de un entorno macroeconómico positivo en Rusia, de unos crecientes vínculos económicos y financieros entre la zona del euro y Rusia, y de promoción de las relaciones institucionales entre ambas áreas económicas. En particular, la zona del euro es el socio comercial más importante de Rusia, al tiempo que este país se ha convertido en el cuarto socio comercial no perteneciente a la UE más importante de la zona del euro. La recuperación del sistema bancario ruso y la agilización de las reformas bancarias, así como los retos que deben afrontar las políticas monetaria y cambiaria han proporcionado un nuevo ímpetu al desarrollo de un fructífero intercambio de opiniones. En tales circunstancias, el Eurosistema continuará su diálogo y su cooperación con el Banco de Rusia en diversos ámbitos.

9 En la dirección del Banco de Rusia en Internet (www.cbr.ru) puede consultarse información adicional sobre el proyecto.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S50
6.2	Deuda	S51
6.3	Variaciones de la deuda	S52
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	S53
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S54
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S55
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S60
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	S61
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	S63
7.5	Comercio exterior de bienes	S65
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S67
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S68
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S69
9.2	En Estados Unidos y Japón	S70
	LISTA DE GRÁFICOS	S72
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

NOVEDADES

De ahora en adelante, en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 se presentan saldos vivos desestacionalizados, operaciones y tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro. Los cuadros de estas secciones se han modificado para incluir la nueva información.

Además, la deuda trimestral de las Administraciones Públicas de la zona del euro y las variaciones de la deuda se publicarán en la sección 6.5. En el cuadro de este mes se incluyen los datos correspondientes al segundo trimestre del 2005.

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	M3 ^{1),2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,3	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	8,9	2,14	3,67
II	9,8	7,5	7,1	-	7,5	13,2	2,12	3,41
III	11,3	8,4	8,0	-	8,3	.	2,13	3,26
2005 May	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,0	2,13	3,41
Jun	10,9	8,0	7,6	7,6	8,0	14,1	2,11	3,25
Jul	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
Ago	11,6	8,6	8,2	8,2	8,4	13,1	2,13	3,32
Sep	11,2	8,9	8,5	.	8,6	.	2,14	3,16
Oct	.	.	.	.	.	.	2,20	3,32

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 IV	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 I	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,8	1,3113
II	-9,4	18,8	-11,6	106,7	302,3	103,4	105,6	1,2594
III	.	.	.	.	311,6	101,9	104,1	1,2199
2005 May	-1,2	6,1	8,2	19,7	291,8	104,0	106,2	1,2694
Jun	2,3	8,7	-8,2	101,5	302,3	101,2	103,5	1,2165
Jul	2,2	9,9	-81,2	75,3	296,3	101,7	103,8	1,2037
Ago	-2,1	1,1	-15,7	-16,1	295,7	102,3	104,5	1,2292
Sep	.	.	.	.	311,6	101,8	103,9	1,2256
Oct	.	.	.	.	.	101,4	103,5	1,2015

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 7 Oct	2005 14 Oct	2005 21 Oct	2005 28 Oct
Oro y derechos en oro	149.784	149.680	149.568	149.170
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	161.314	160.001	161.295	160.162
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	21.155	21.375	21.086	21.363
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	8.998	9.230	8.537	8.712
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	378.012	371.001	386.005	391.476
Operaciones principales de financiación	288.000	280.999	296.000	301.466
Operaciones de financiación a plazo más largo	89.999	89.999	89.999	90.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	12	2	5	7
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	1	1
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.686	3.249	3.391	3.257
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	91.560	91.829	91.783	92.315
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	40.753	40.753	40.753	40.757
Otros activos	135.734	136.233	136.134	136.292
Total activo	990.996	983.351	998.552	1.003.504

2. Pasivo

	2005 7 Oct	2005 14 Oct	2005 21 Oct	2005 28 Oct
Billetes en circulación	536.301	535.363	533.267	536.209
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	154.294	150.855	149.361	150.290
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	154.132	150.839	149.274	150.193
Facilidad de depósito	162	14	82	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	0	2	5	26
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	152	153	153	153
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	48.207	46.370	63.673	65.261
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10.647	10.797	10.949	11.182
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	240	331	222	219
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.884	9.266	10.440	9.801
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.885	5.885	5.885	5.885
Otros pasivos	62.233	62.177	62.447	62.348
Cuentas de revalorización	103.749	103.749	103.749	103.749
Capital y reservas	58.404	58.405	58.406	58.407
Total pasivo	990.996	983.351	998.552	1.003.504

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2005 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
12	380.299	372	281.000	2,00	2,07	2,07	7
19	383.949	397	296.000	2,00	2,06	2,07	7
26	371.445	384	301.500	2,00	2,06	2,07	8
3 Nov	354.563	340	294.000	2,00	2,05	2,06	6
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 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
28 Oct	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 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
11 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 I	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1
2005 Abr	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1
May	13.224,8	6.988,9	494,8	1.616,4	1.069,5	3.055,3
Jun	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9
Jul	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9
Ago	13.388,1	7.003,0	499,9	1.689,2	1.066,0	3.130,1

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 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	151,4	0,7	0,0	2,05
8 Nov	149,5	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 II	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
2005 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
11 Oct	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 I	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
2005 Abr	1.286,4	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,8	13,1	186,7
May	1.275,5	581,0	21,5	0,6	558,9	173,6	156,3	1,8	15,4	-	13,9	304,1	13,1	189,8
Jun	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	315,2	13,3	195,8
Jul	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	197,3
Ago	1.327,9	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	309,5	13,3	199,4
Sep ^(p)	1.351,2	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	326,1	13,3	203,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.825,3	811,4	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
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	22.486,3	13.231,2	811,3	7.721,3	4.698,5	3.340,8	1.372,3	491,8	1.476,7	76,3	1.043,4	3.297,3	156,5	1.340,8
May	22.703,2	13.329,7	809,2	7.785,5	4.734,9	3.343,3	1.369,2	497,3	1.476,7	75,7	1.045,8	3.352,6	157,1	1.399,1
Jun	22.773,2	13.256,1	808,4	7.918,4	4.529,3	3.392,6	1.383,8	505,3	1.503,5	75,1	999,4	3.404,1	163,2	1.482,7
Jul	22.876,5	13.327,9	808,9	7.976,8	4.542,2	3.394,9	1.378,7	504,7	1.511,5	75,0	999,9	3.447,1	164,2	1.467,4
Ago	22.826,7	13.305,4	809,9	7.979,8	4.515,6	3.386,7	1.371,1	505,2	1.510,3	80,5	999,5	3.436,7	164,3	1.453,6
Sep ^(p)	23.053,7	13.435,4	816,1	8.067,3	4.551,9	3.374,7	1.359,9	504,8	1.510,0	81,4	1.012,5	3.511,1	164,5	1.474,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 I	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
2005 Abr	1.286,4	523,3	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	26,0	173,5
May	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
Jun	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
Jul	1.353,4	550,7	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
Ago	1.327,9	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
Sep ^(p)	1.351,2	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
IFM, excluido el Eurosistema											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	0,0	11.487,5	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	22.486,3	0,0	11.841,8	121,6	6.761,0	4.959,3	704,1	3.667,7	1.227,9	3.198,7	1.846,1
May	22.703,2	0,0	11.895,6	127,2	6.809,3	4.959,1	710,5	3.695,3	1.236,4	3.285,5	1.879,8
Jun	22.773,2	0,0	11.849,2	135,2	6.920,7	4.793,2	696,4	3.762,2	1.258,5	3.227,8	1.979,1
Jul	22.876,5	0,0	11.895,3	142,3	6.950,6	4.802,4	710,1	3.775,9	1.268,6	3.264,0	1.962,7
Ago	22.826,7	0,0	11.813,9	110,2	6.930,0	4.773,7	720,3	3.788,7	1.274,2	3.254,0	1.975,6
Sep ^(p)	23.053,7	0,0	11.912,2	134,5	6.988,4	4.789,3	712,9	3.807,4	1.272,1	3.344,3	2.004,8

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) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.234,5	173,6	1.348,3
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	16.566,8	8.554,7	832,8	7.722,0	2.018,8	1.525,4	493,4	740,4	3.598,1	169,6	1.485,3
May	16.753,6	8.616,8	830,6	7.786,2	2.024,7	1.525,6	499,1	739,4	3.656,7	170,3	1.545,8
Jun	17.042,4	8.748,6	829,6	7.919,1	2.050,0	1.542,7	507,3	713,9	3.719,2	176,5	1.634,2
Jul	17.113,3	8.807,5	830,0	7.977,5	2.044,8	1.538,3	506,5	706,8	3.756,3	177,5	1.620,4
Ago	17.091,7	8.811,6	831,1	7.980,5	2.041,0	1.533,9	507,1	705,9	3.746,2	177,6	1.609,5
Sep ^(p)	17.311,6	8.905,3	837,4	8.068,0	2.032,2	1.525,5	506,7	725,0	3.837,3	177,8	1.634,1
Operaciones											
2003	766,2	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.267,9	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	435,1	2,7	203,9
2005 I	449,0	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	185,3	-4,1	61,7
2005 Abr	291,7	56,7	4,6	52,0	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,6
May	105,9	56,8	-2,4	59,2	0,8	-3,9	4,7	-4,1	-6,7	0,7	58,3
Jun	130,6	86,4	-1,3	87,8	15,6	7,8	7,8	-28,6	23,2	0,3	33,8
Jul	85,5	62,0	0,5	61,5	-2,8	-1,4	-1,4	-8,0	48,1	1,0	-14,8
Ago	-16,5	6,3	1,2	5,2	-5,9	-5,8	0,0	-0,3	-5,0	0,1	-11,7
Sep ^(p)	177,1	91,3	6,2	85,2	-8,8	-7,2	-1,6	12,6	58,8	0,1	23,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	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	16.566,8	481,1	180,9	6.776,7	627,8	2.176,8	1.063,6	3.224,7	2.019,6	15,5
May	16.753,6	485,8	173,5	6.826,5	634,8	2.203,7	1.076,2	3.310,2	2.055,1	-12,2
Jun	17.042,4	496,6	211,6	6.939,5	621,3	2.243,2	1.132,6	3.252,2	2.159,7	-14,2
Jul	17.113,3	506,4	210,8	6.964,4	635,1	2.249,4	1.131,2	3.287,8	2.144,7	-16,5
Ago	17.091,7	500,9	166,8	6.943,4	639,8	2.263,1	1.137,8	3.279,3	2.159,0	1,8
Sep ^(p)	17.311,6	507,1	181,9	7.003,7	631,5	2.281,6	1.156,3	3.371,8	2.194,6	-16,8
Operaciones										
2003	766,2	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	38,6	130,8	-60,8	59,8
2004	1.267,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	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	291,7	9,3	-6,5	51,5	13,7	29,2	-2,8	107,4	76,7	13,3
May	105,9	4,8	-7,4	42,6	7,3	14,7	4,7	32,8	48,1	-41,7
Jun	130,6	10,7	38,1	73,1	-14,4	36,7	22,5	-78,8	47,4	-4,7
Jul	85,5	9,9	-0,8	28,6	12,9	7,1	1,5	44,0	-17,7	0,1
Ago	-16,5	-5,5	-44,3	-19,4	4,0	15,0	5,1	-3,2	12,9	18,9
Sep ^(p)	177,1	6,2	15,1	58,2	-6,9	13,9	5,3	77,3	29,6	-21,5

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

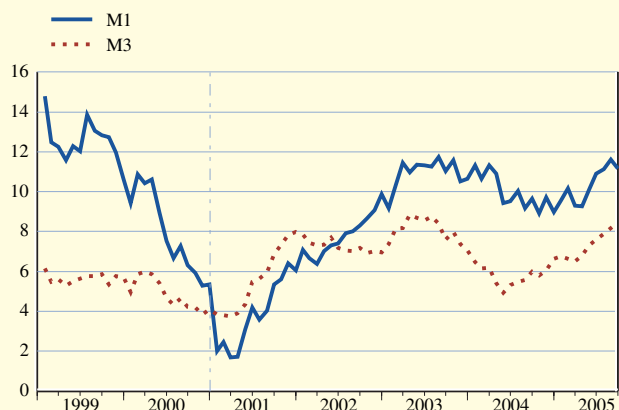
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10	
Saldos vivos											
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.154,1	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.297,0	8.688,3	7.551,6	373,4
2005 I	3.007,2	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,6	-	4.579,5	2.328,5	8.826,6	7.670,2	383,3
2005 Abr	3.025,2	2.694,8	5.720,0	956,5	6.676,5	-	4.611,2	2.352,6	8.912,7	7.705,7	406,3
May	3.050,6	2.702,2	5.752,8	972,2	6.725,0	-	4.656,1	2.338,7	8.980,9	7.769,8	367,2
Jun	3.257,5	2.558,2	5.815,7	981,1	6.796,8	-	4.797,3	2.353,5	9.112,2	7.892,9	465,4
Jul	3.302,3	2.572,3	5.874,6	994,8	6.869,4	-	4.801,5	2.364,5	9.188,6	7.965,3	471,8
Ago	3.329,9	2.585,0	5.914,9	1.005,2	6.920,1	-	4.828,1	2.375,9	9.236,8	8.007,0	463,0
Sep ^(p)	3.349,9	2.630,1	5.980,0	1.001,8	6.981,8	-	4.858,7	2.369,8	9.333,6	8.084,6	454,5
Operaciones											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,1	131,9	444,7	371,9	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,2	-	340,8	53,5	574,5	506,2	160,4
2005 I	91,8	8,2	100,0	-20,4	79,6	-	107,1	26,4	137,0	118,8	7,2
2005 Abr	17,7	18,9	36,6	11,8	48,3	-	26,2	21,0	87,0	35,5	20,2
May	22,4	4,4	26,8	15,7	42,5	-	23,9	-18,3	59,2	59,1	-51,6
Jun	45,7	14,7	60,5	8,9	69,4	-	69,1	5,4	82,7	78,2	79,6
Jul	45,2	14,6	59,8	12,9	72,7	-	10,8	14,0	77,9	75,4	9,0
Ago	28,8	13,1	41,9	9,8	51,6	-	26,5	10,0	50,3	44,0	-9,0
Sep ^(p)	19,2	44,0	63,2	-1,1	62,1	-	11,6	-4,9	86,7	75,2	-25,6
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	2,5	7,4	7,5	94,0
2005 Abr	9,3	5,3	7,4	3,4	6,8	6,9	8,4	3,0	7,7	7,4	89,1
May	10,1	4,9	7,6	5,8	7,3	7,2	8,4	1,6	7,8	7,5	70,5
Jun	10,9	5,1	8,0	5,1	7,6	7,6	9,5	1,2	8,1	8,0	159,1
Jul	11,1	5,3	8,3	5,6	7,9	7,9	9,1	1,2	8,3	8,3	164,2
Ago	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,0	1,1	8,6	8,4	132,4
Sep ^(p)	11,2	6,5	8,9	6,2	8,5	.	8,3	1,3	8,9	8,6	80,1

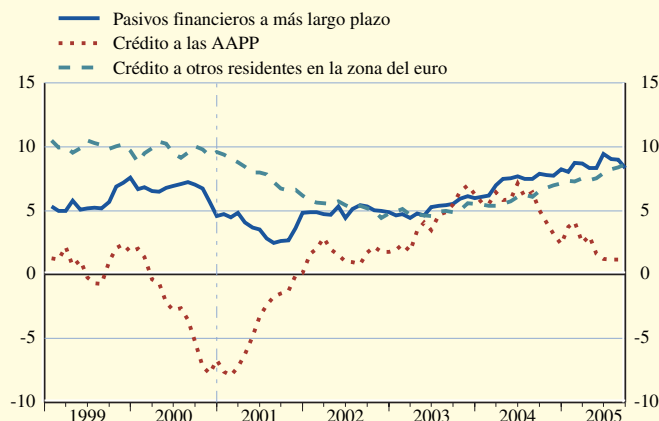
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias

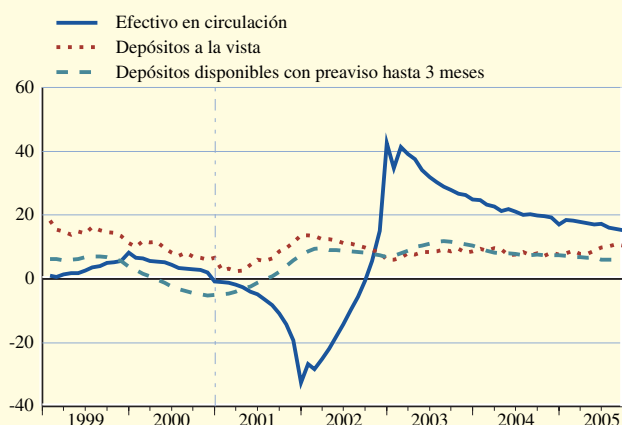
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	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	2.543,7	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	121,0	2.056,7	91,3	1.395,2	1.068,0
May	487,0	2.563,6	1.023,9	1.678,3	231,3	627,4	113,5	2.085,9	91,4	1.396,2	1.082,7
Jun	493,7	2.763,8	1.039,5	1.518,7	239,7	622,9	118,5	2.122,9	91,6	1.449,0	1.133,8
Jul	494,7	2.807,6	1.045,3	1.527,0	243,3	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.130,7
Ago	501,5	2.828,4	1.047,9	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.136,7
Sep ^(p)	507,4	2.842,5	1.084,2	1.545,9	244,9	636,6	120,3	2.155,4	87,8	1.465,1	1.150,4
Operaciones											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,1
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
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	13,7	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,6
May	5,4	17,0	-9,4	13,8	15,5	7,9	-7,6	17,1	0,0	-0,1	6,9
Jun	6,8	39,0	12,3	2,5	8,4	-5,4	6,0	33,3	-0,5	19,3	17,1
Jul	1,0	44,3	6,1	8,4	3,6	8,5	0,7	4,1	-0,8	7,7	-0,2
Ago	6,8	22,0	3,0	10,1	9,4	-1,2	1,6	21,4	-1,0	1,6	4,5
Sep ^(p)	5,9	13,3	35,2	8,8	-7,8	6,2	0,5	3,7	-2,0	9,4	0,5
Tasas de crecimiento											
2003 Dic	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 Dic	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,7	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	3,3	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	8,9	6,7
Jul	16,0	10,3	4,0	6,0	6,8	3,7	13,6	11,2	0,3	8,8	6,3
Ago	15,6	10,9	4,2	6,0	11,0	2,5	13,6	11,4	-0,9	8,3	6,4
Sep ^(p)	15,3	10,4	7,1	5,9	8,8	3,7	15,1	10,2	-2,3	8,3	5,8

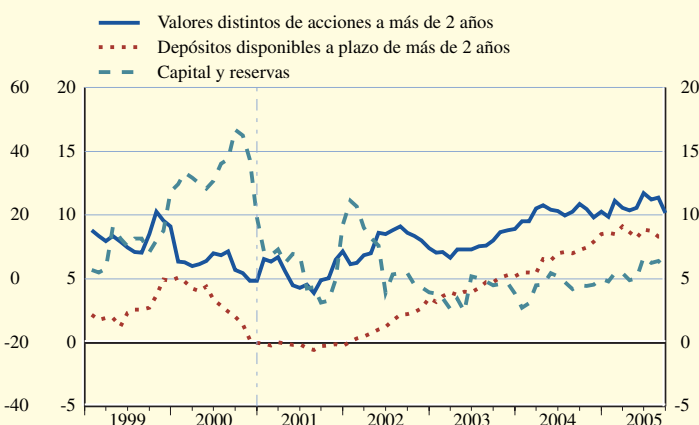
C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

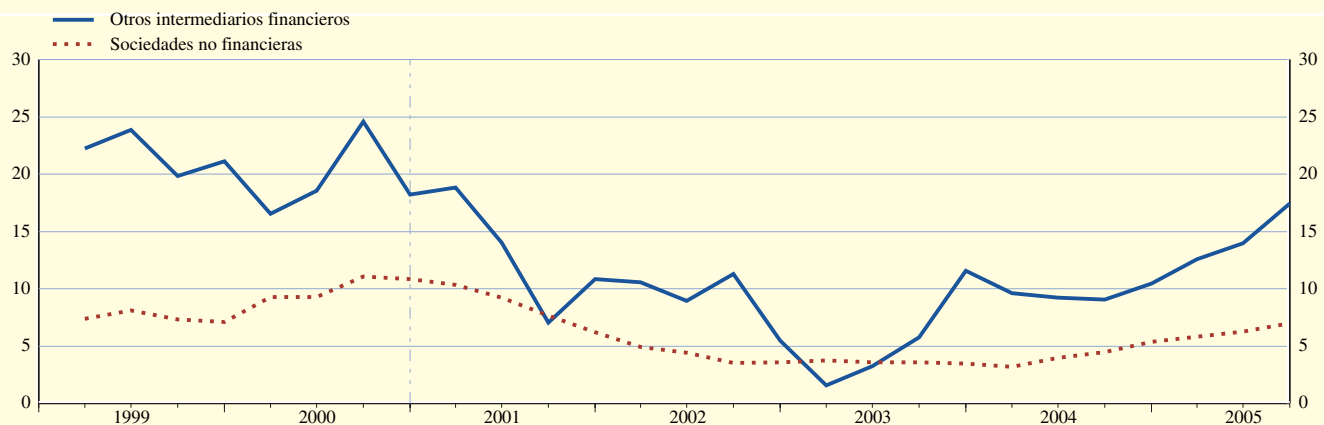
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,7	973,8	547,8	1.631,2
2005 I	58,2	39,7	561,3	351,1	3.189,5	983,8	554,7	1.650,9
2005 Abr	59,5	40,8	559,3	345,9	3.214,8	991,7	559,7	1.663,4
May	62,1	43,0	570,0	354,2	3.233,9	993,5	564,3	1.676,2
Jun	63,8	43,9	581,6	362,7	3.281,9	1.025,2	564,0	1.692,6
Jul	63,7	43,3	579,5	357,1	3.308,8	1.024,9	573,1	1.710,7
Ago	64,4	42,7	572,6	349,2	3.294,3	1.001,1	571,0	1.722,3
Sep ^(p)	65,2	42,6	601,7	373,1	3.320,8	1.014,8	572,3	1.733,7
Operaciones								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 I	8,6	7,9	11,3	14,9	37,2	8,0	7,7	21,5
2005 Abr	1,3	1,2	-2,4	-5,5	26,8	8,1	6,2	12,5
May	2,5	2,1	8,5	6,8	17,4	0,9	4,7	11,8
Jun	1,7	0,9	10,4	7,9	31,6	19,5	-1,1	13,2
Jul	-0,1	-0,6	-1,4	-5,3	27,8	0,3	9,1	18,4
Ago	0,7	-0,5	-7,1	-7,8	-12,5	-22,9	-2,0	12,4
Sep ^(p)	0,7	-0,2	28,3	23,5	25,1	12,9	1,3	11,0
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	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 Mar	23,7	21,8	12,6	17,5	5,9	3,8	6,6	6,9
2005 Abr	14,7	8,3	10,2	11,4	6,0	4,2	6,6	6,9
May	8,8	0,7	10,6	12,1	6,2	4,8	6,4	6,9
Jun	17,6	9,8	14,0	18,7	6,3	4,9	6,1	7,2
Jul	11,3	3,1	15,0	19,1	6,8	5,3	7,0	7,7
Ago	18,3	9,1	16,4	21,4	6,6	4,8	5,8	8,0
Sep ^(p)	22,7	12,6	17,5	23,0	7,0	5,3	5,8	8,5

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

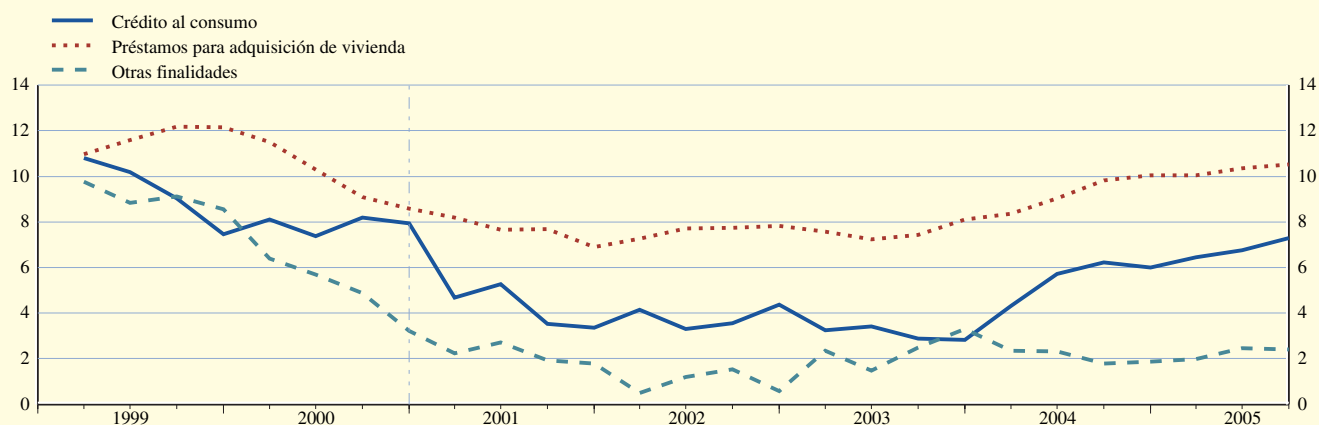
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 I	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
2005 Abr	3.887,8	522,9	119,8	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,6	100,2	460,0
May	3.919,5	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	3.991,2	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,1	14,8	66,2	2.656,0	716,8	149,8	101,1	465,9
Jul	4.024,8	539,1	122,3	198,9	217,9	2.772,9	14,8	66,8	2.691,2	712,8	145,1	101,2	466,5
Ago	4.048,4	540,6	123,2	198,8	218,6	2.795,2	14,6	67,2	2.713,4	712,6	143,5	101,3	467,8
Sep ^(p)	4.079,7	544,6	126,2	198,8	219,6	2.820,2	15,0	67,6	2.737,6	714,9	145,7	101,1	468,1
Operaciones													
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
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	23,1	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,2
Jun	44,1	7,2	3,1	2,3	1,9	28,6	0,5	1,1	26,9	8,3	7,4	-0,3	1,2
Jul	35,2	2,4	-1,9	1,7	2,5	36,0	0,0	0,5	35,4	-3,1	-4,5	0,2	1,2
Ago	24,0	2,1	1,1	-0,1	1,1	22,2	-0,2	0,4	22,0	-0,3	-1,5	0,1	1,1
Sep ^(p)	31,0	4,0	2,7	0,1	1,2	25,1	0,4	0,4	24,3	1,9	1,8	-0,2	0,3
Tasas de crecimiento													
2003 Dic	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5
2004 Dic	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 Mar	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
2005 Abr	8,0	6,4	6,6	4,7	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,3	0,5	2,5
May	8,2	7,2	8,4	5,7	8,0	10,1	5,0	5,9	10,3	2,3	2,2	1,2	2,6
Jun	8,4	6,8	6,8	5,8	7,7	10,4	4,1	4,6	10,5	2,4	3,9	0,6	2,4
Jul	8,5	6,8	6,3	5,9	8,0	10,6	5,4	4,7	10,8	2,2	3,2	0,9	2,1
Ago	8,6	7,0	6,6	6,1	8,2	10,7	4,3	4,7	10,9	2,3	3,2	1,2	2,2
Sep ^(p)	8,6	7,3	8,3	5,9	8,0	10,5	5,7	4,8	10,7	2,4	2,8	1,2	2,5

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

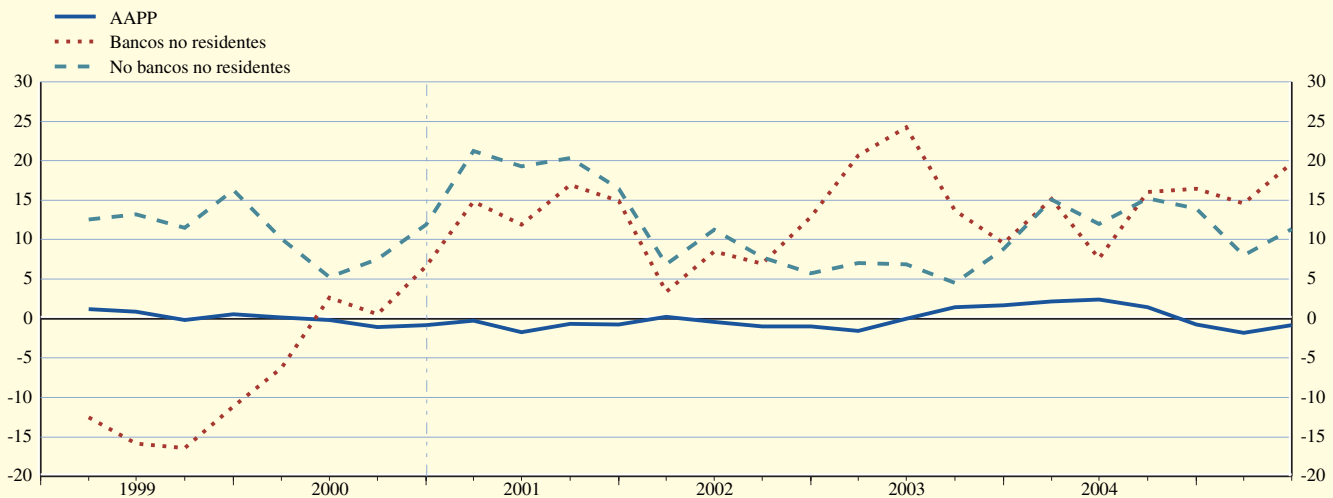
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 I	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
II ^(p)	808,4	125,3	247,6	412,3	23,3	2.292,5	1.579,6	712,2	63,5	648,7
Operaciones										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 I	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
II ^(p)	1,2	-4,4	-0,7	5,5	0,7	93,8	78,3	14,8	1,5	13,3
Tasas de crecimiento										
2003 Dic	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 Dic	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 Mar	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
Jun ^(p)	-0,8	-0,2	-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 IFM¹⁾

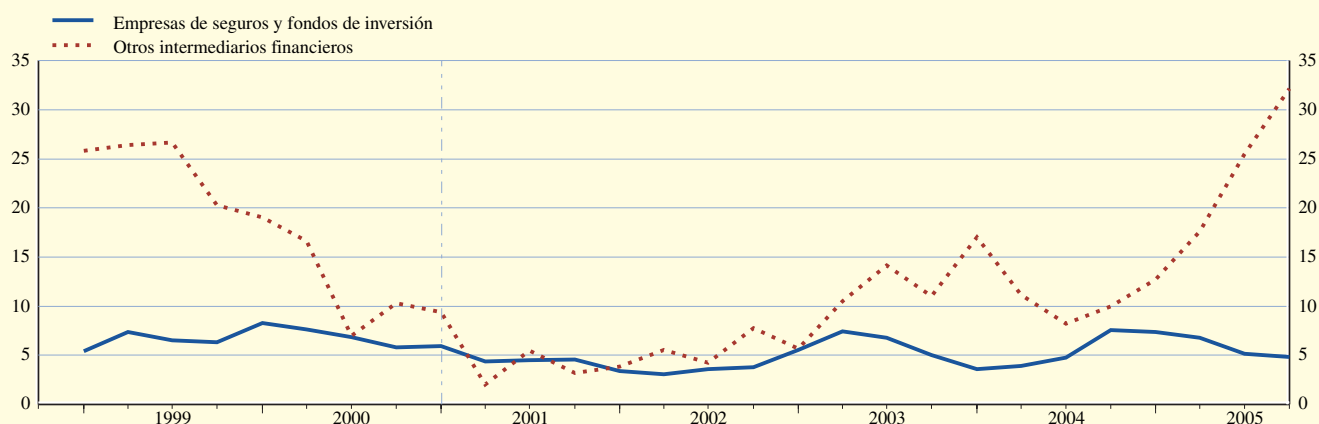
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	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	704,5	209,6	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
May	602,5	65,5	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	729,8	217,4	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
Jun	596,3	61,4	48,6	463,0	1,1	1,6	20,5	791,7	226,3	148,9	264,5	11,1	0,1	140,7
Jul	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,2	223,5	155,8	267,6	11,6	0,1	140,5
Ago	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,4	268,1	11,4	0,1	143,2
Sep ^(p)	602,9	60,1	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,6	242,7	169,6	276,3	10,6	0,1	134,4
Operaciones														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	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	0,0	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	11,2	-3,8	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
May	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	22,9	6,9	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
Jun	-6,6	-4,6	-1,9	1,1	0,0	0,0	-1,2	24,0	7,2	0,9	15,0	-0,2	0,0	1,1
Jul	7,5	2,9	3,3	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,6	-2,6	7,0	5,9	0,5	0,0	-0,2
Ago	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-1,9	-6,3	1,5	0,5	-0,3	0,0	2,7
Sep ^(p)	-1,3	1,0	-0,1	0,7	0,0	0,0	-2,9	35,6	25,2	11,9	8,1	-0,8	0,0	-8,8
Tasas de crecimiento														
2003 Dic	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	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	6,2	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	17,0	7,7	8,7	41,2	60,1	-	8,0
May	6,5	15,1	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,4	12,9	9,0	44,2	60,3	-	17,7
Jun	5,2	2,3	16,0	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,5	16,3	14,2	48,3	50,1	-	21,0
Jul	6,2	15,0	13,2	4,9	13,8	32,1	-8,3	27,2	19,7	18,8	47,4	56,2	-	18,6
Ago	6,3	10,0	9,1	5,1	11,4	32,6	13,8	28,3	23,1	15,9	44,2	55,2	-	25,2
Sep ^(p)	4,8	-2,6	7,8	5,1	26,4	33,0	12,0	32,2	27,3	32,3	45,6	46,2	-	18,8

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

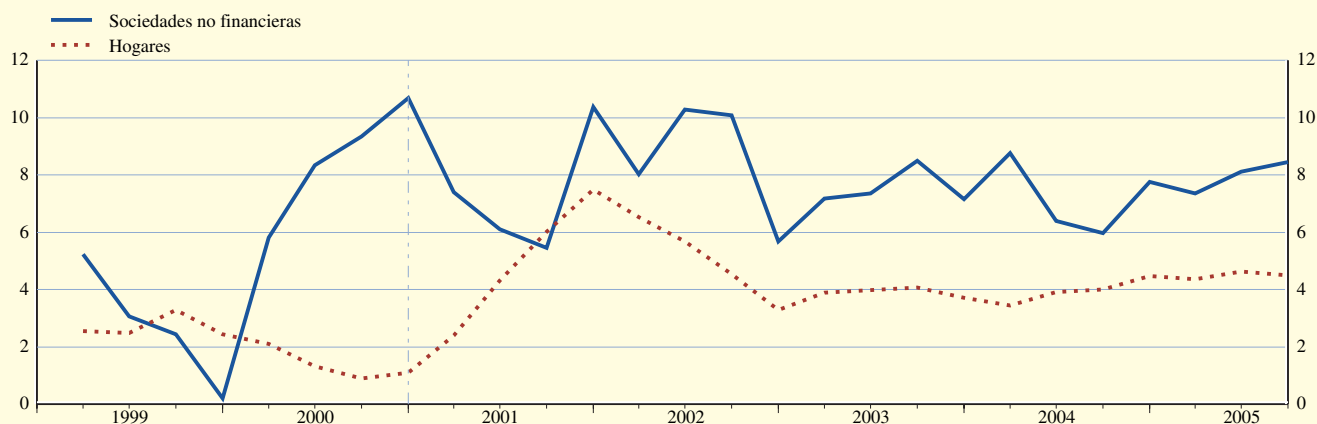
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 I	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
2005 Abr	1.102,1	678,8	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	1.133,3	721,8	274,8	71,4	41,6	1,5	22,1	4.246,2	1.629,9	510,8	630,9	1.336,3	87,2	51,2
Jul	1.134,5	719,7	279,0	70,9	42,2	1,4	21,3	4.265,2	1.642,9	512,8	630,0	1.339,5	86,4	53,6
Ago	1.138,7	715,3	287,3	70,7	41,8	1,3	22,3	4.238,4	1.610,4	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
Sep ^(p)	1.152,5	719,2	296,9	68,8	43,9	1,2	22,4	4.247,1	1.627,1	515,5	627,1	1.341,9	83,9	51,6
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	7,8	12,1	-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	19,7	25,5	-8,5	2,8	-0,4	-0,1	0,4	30,7	32,8	-4,2	0,2	3,4	-0,5	-1,0
Jul	1,5	-2,0	4,4	-0,5	0,6	-0,2	-0,7	19,2	13,1	2,2	-0,9	3,2	-0,8	2,5
Ago	5,8	-3,2	8,7	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-26,6	-32,4	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
Sep ^(p)	13,0	3,5	9,2	-1,9	2,0	0,0	0,1	7,9	16,5	-0,5	-3,2	-0,5	-1,5	-2,9
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	8,1	10,6	4,6	2,7	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,4	2,9	4,8	1,1	1,5
Jul	8,4	11,7	4,1	1,3	14,9	-17,5	-19,5	4,7	8,3	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
Ago	8,8	11,7	7,1	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,8	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
Sep ^(p)	8,5	9,0	10,8	-1,6	16,5	-26,5	-12,5	4,5	7,9	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

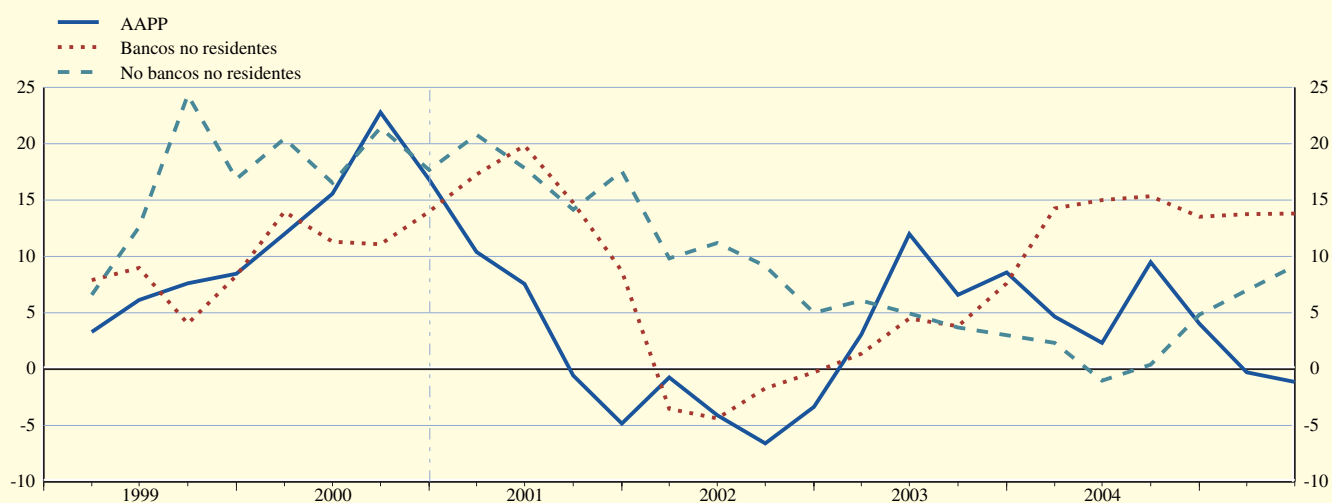
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 I	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
II ^(p)	288,4	135,2	35,1	69,8	48,4	2.784,7	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 ^(p)	18,5	8,9	1,7	2,2	5,7	42,0	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 ^(p)	-1,1	-13,7	19,4	8,3	16,9	12,6	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.

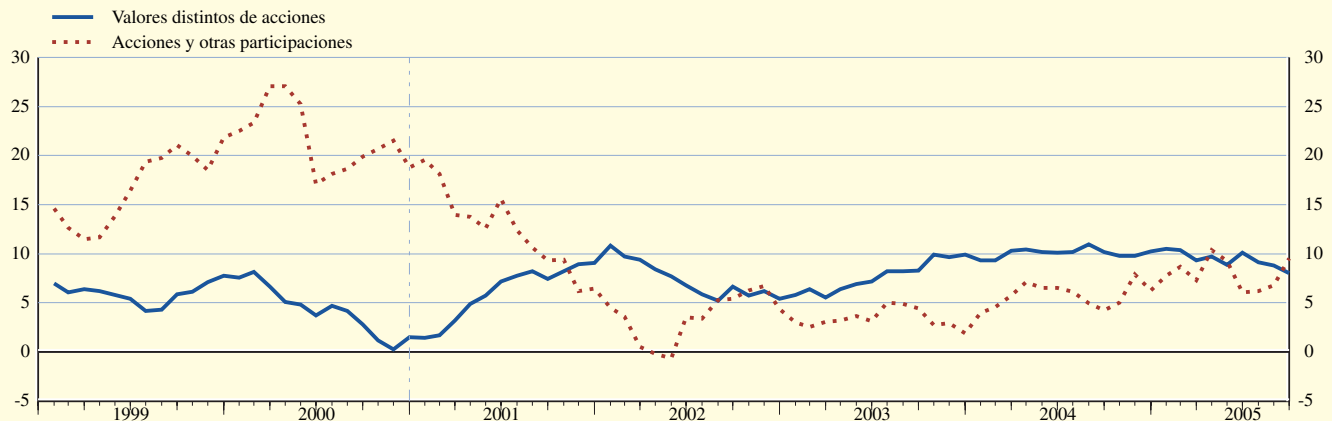
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,1	286,4	656,4	215,2
2005 I	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,8	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	1.354,5	17,9	474,1	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	4.267,4	1.436,0	67,4	1.368,0	15,8	486,5	18,8	874,7	1.234,7	295,1	704,2	235,3
Jul	4.270,7	1.444,3	67,2	1.362,8	16,0	485,0	19,7	875,7	1.241,0	303,0	696,8	241,1
Ago	4.281,3	1.443,0	67,3	1.355,0	16,1	484,7	20,5	894,6	1.241,5	303,6	695,9	242,0
Sep ^(p)	4.264,2	1.442,2	67,8	1.343,2	16,7	485,1	19,7	889,6	1.256,9	298,0	714,5	244,4
Operaciones												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	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	60,5	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	50,1	25,5	-0,4	8,5	-2,6	8,4	-0,7	11,6	-46,5	-14,7	-28,6	-3,2
Jul	7,2	7,4	0,4	-3,0	0,4	-2,3	1,0	3,3	0,1	3,5	-8,0	4,5
Ago	8,3	-2,3	0,1	-8,9	0,1	-0,9	0,7	19,4	0,1	0,9	-0,5	-0,3
Sep ^(p)	-22,7	-1,8	-0,1	-10,6	0,4	-0,7	-0,9	-9,1	10,8	-1,1	12,4	-0,5
Tasas de crecimiento												
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Dic	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Mar	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-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	10,1	11,4	7,6	1,4	-9,9	12,3	4,0	24,2	6,1	1,3	6,6	11,5
Jul	9,1	10,4	9,3	1,5	-6,5	11,6	15,8	19,6	6,2	3,2	6,7	8,7
Ago	8,8	9,9	7,2	0,9	-2,9	11,5	21,6	19,8	6,8	3,9	8,3	6,4
Sep ^(p)	8,0	9,0	5,7	-0,2	3,0	12,0	10,4	19,3	9,5	5,3	10,5	12,5

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

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

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-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	-1,9	-1,0	-0,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1
Jul	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Ago	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Sep ^(p)	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-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	1,6	0,4	0,1	1,1	0,0	0,3	0,1	-0,4	0,3	-0,6	-0,4	1,3
Sep ^(p)	0,5	0,4	0,1	-1,2	0,0	1,0	-0,1	0,3	4,1	-0,1	1,6	2,5

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	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 ^(p)	4.793,2	90,9	9,1	5,5	0,5	1,4	1,1	7.055,9	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2003	1.580,8	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 I	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
II ^(p)	2.039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,5	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 ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 I	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
II ^(p)	3.943,0	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 IFM¹⁾

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	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 ^(p)	4.529,3	-	-	-	-	-	8.726,8	96,4	3,6	1,7	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0	
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2	
2005 I	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1	
II ^(p)	1.579,6	49,5	50,5	31,1	3,8	2,2	8,8	40,5	59,5	43,3	1,1	4,4	7,3	

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona 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 ^(p)	1.503,5	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,4	1.889,2	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 I	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
II ^(p)	395,6	47,0	53,0	30,9	0,9	0,5	17,9	475,4	41,4	58,6	34,0	7,4	0,8	10,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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	3.714,2	265,5	1.561,6	72,8	1.488,9	1.226,1	316,9	151,1	193,0
II ^(p)	3.929,2	272,1	1.642,1	83,3	1.558,8	1.294,5	346,5	154,7	219,3

2. Pasivo

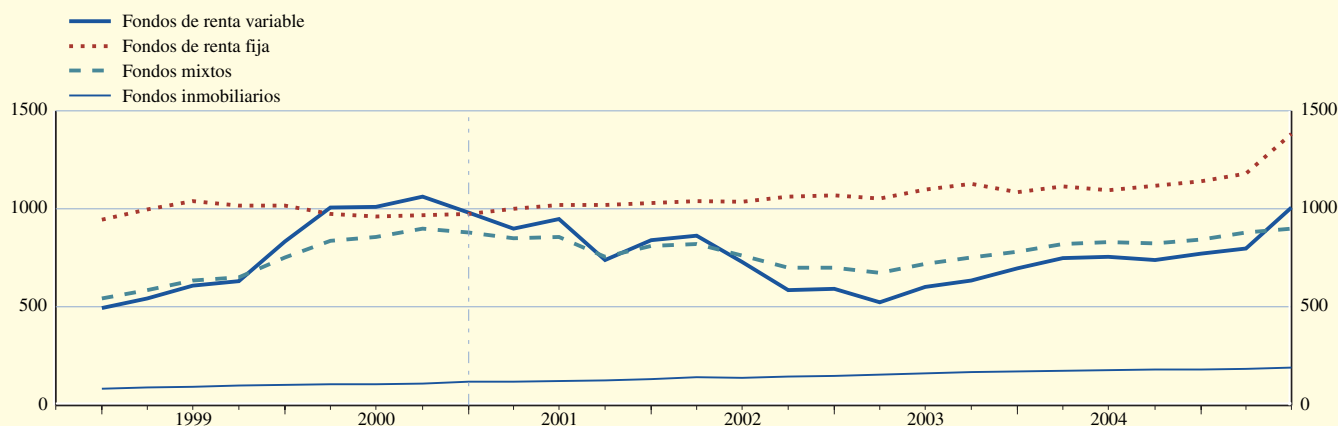
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 I	3.714,2	56,0	3.483,8	174,4
II ^(p)	3.929,2	53,3	3.683,6	192,2

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

	Total	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	3.714,2	797,8	1.179,9	880,9	186,2	669,5	2.759,1	955,1
II ^(p)	3.929,2	1.007,1	1.381,9	898,7	191,2	450,3	2.929,7	999,5

C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
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	797,8	31,2	33,9	3,7	30,2	675,5	28,9	-	28,2
II ^(p)	1.007,1	41,4	38,8	4,0	34,8	862,5	33,4	-	31,0
Fondos de renta fija									
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	1.179,9	90,3	964,5	41,2	923,3	36,4	26,0	-	62,6
II ^(p)	1.381,9	101,7	1.130,5	53,4	1.077,1	35,4	30,0	-	84,3
Fondos mixtos									
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	880,9	55,9	358,7	20,7	338,0	290,7	124,8	0,1	50,6
II ^(p)	898,7	59,8	385,7	19,5	366,2	255,1	134,2	0,2	63,6
Fondos inmobiliarios									
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	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3
II ^(p)	191,2	13,0	7,6	0,7	6,9	1,0	7,0	154,3	8,4

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
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	2.759,1	223,4	1.045,4	979,8	240,2	130,7	139,5
II ^(p)	2.929,7	228,1	1.110,0	1.036,4	259,2	133,7	162,5
Fondos de inversores especiales							
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	955,1	42,1	516,2	246,2	76,7	20,4	53,5
II ^(p)	999,5	43,9	532,1	258,2	87,3	21,0	56,8

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo 3	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro 9	Depósitos en las no IFM ¹⁾ 10	11	
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7					Cesiones temporales 8
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	5.435,0	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 ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
2003 IV	1.904,9	191,0	1.713,9	3.932,1	2.036,3	1.895,8	406,6	3.936,3	3.561,1	375,2
2004 I	1.923,8	198,8	1.725,0	4.020,8	2.070,1	1.950,7	420,9	4.009,8	3.624,7	385,1
II	1.955,2	215,5	1.739,7	4.068,1	2.125,5	1.942,6	424,2	4.076,1	3.686,5	389,5
III	1.974,6	214,8	1.759,8	4.034,8	2.097,1	1.937,7	424,7	4.154,6	3.761,5	393,1
IV	1.967,5	202,0	1.765,6	4.166,4	2.216,1	1.950,3	407,4	4.229,1	3.831,9	397,2
2005 I	2.006,4	212,8	1.793,6	4.299,4	2.306,4	1.993,0	415,7	4.321,0	3.916,3	404,7
Operaciones										
2003 IV	1,3	11,5	-10,2	-17,6	-17,8	0,1	-10,2	51,7	51,1	0,6
2004 I	10,7	7,6	3,1	37,2	7,1	30,1	15,1	72,4	62,5	9,9
II	37,4	16,0	21,4	58,3	58,0	0,3	-0,5	55,8	51,4	4,5
III	15,3	-0,2	15,5	13,5	10,6	2,9	-2,2	62,7	59,1	3,6
IV	-18,9	-13,8	-5,1	-49,6	-37,4	-12,2	-15,8	66,5	62,5	4,0
2005 I	44,9	8,9	36,0	29,7	1,5	28,2	8,9	78,1	69,7	8,5
Tasas de crecimiento										
2003 IV	-1,2	-2,5	-1,1	4,2	1,3	7,1	8,5	6,9	7,1	4,7
2004 I	-1,0	1,4	-1,2	3,7	2,1	5,1	2,8	6,6	6,8	5,4
II	3,0	20,8	1,1	3,4	4,0	2,9	1,7	6,3	6,4	5,1
III	3,3	18,8	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,2	6,4	4,9
IV	2,3	5,0	2,0	1,5	1,9	1,1	-0,8	6,5	6,6	5,8
2005 I	4,1	5,5	3,9	1,3	1,6	1,0	-2,3	6,6	6,7	5,3

Fuente: BCE.

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

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 IV	16.655,7	8.496,4	7.395,7	965,1	82,3	882,7	3.664,5	1.167,3	2.497,2	3.866,8	284,6	3.582,2	266,5
2004 I	17.008,5	8.542,0	7.463,0	977,2	86,3	890,9	3.649,3	1.163,7	2.485,5	3.915,5	278,7	3.636,8	338,5
II	17.219,1	8.696,5	7.593,6	978,2	91,7	886,5	3.694,0	1.172,9	2.521,1	4.024,3	290,7	3.733,6	335,8
III	17.329,1	8.775,8	7.671,3	974,8	90,4	884,3	3.695,2	1.153,2	2.542,0	4.105,8	288,0	3.817,8	309,1
IV	17.694,9	8.904,6	7.794,7	973,0	80,9	892,1	3.745,9	1.177,1	2.568,8	4.185,7	293,4	3.892,4	317,9
2005 I	18.065,3	8.991,9	7.878,6	968,9	77,4	891,5	3.777,1	1.179,2	2.597,9	4.245,9	293,3	3.952,6	331,8
Operaciones													
2003 IV	133,9	117,3	118,2	23,2	9,8	13,5	15,3	-17,2	32,6	78,7	3,8	74,9	-1,4
2004 I	209,6	54,8	74,3	13,6	4,0	9,6	-12,8	-3,8	-9,0	54,1	-4,4	58,5	66,7
II	277,7	161,4	134,5	-0,6	5,3	-5,9	69,5	16,3	53,3	92,5	8,7	83,7	-2,8
III	152,0	79,4	86,1	-3,1	-1,3	-1,8	-1,4	-17,2	15,8	84,0	-2,3	86,2	-23,3
IV	117,1	141,1	139,6	-1,8	-9,5	7,7	62,9	24,8	38,1	80,1	6,7	73,4	18,5
2005 I	234,7	85,1	87,9	-4,8	-3,5	-1,3	25,6	5,2	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	3,4	25,9	1,5	1,8	-1,7	3,5	7,4	-0,7	8,1	35,4
II	4,6	5,0	5,3	4,5	28,3	2,4	2,2	-2,5	4,5	7,9	0,9	8,5	33,6
III	4,7	5,0	5,7	3,8	24,5	1,9	1,9	-1,9	3,7	8,1	2,1	8,6	14,2
IV	4,5	5,1	5,9	0,8	-1,8	1,1	3,2	1,7	3,9	8,0	3,1	8,4	22,2
2005 I	4,6	5,5	6,0	-1,1	-10,4	-0,2	4,3	2,5	5,1	8,2	5,0	8,4	7,1
Valores distintos de acciones emitidos por													
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			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	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Saldos vivos													
2003 IV	4.958,7	4.341,1	551,4	3.789,6	617,7	196,7	421,0	2.726,3	181,7	292,5			
2004 I	5.146,9	4.531,1	594,4	3.936,7	615,7	209,0	406,8	2.834,1	189,0	296,5			
II	5.197,2	4.566,0	619,9	3.946,0	631,3	219,0	412,3	2.842,8	181,9	300,7			
III	5.290,8	4.651,1	617,5	4.033,6	639,7	217,4	422,3	2.763,5	194,0	305,0			
IV	5.297,2	4.661,4	585,0	4.076,4	635,8	213,2	422,6	2.980,1	213,5	299,5			
2005 I	5.420,8	4.766,3	594,4	4.171,9	654,5	231,3	423,2	3.138,3	212,0	302,3			
Operaciones													
2003 IV	4,5	-4,2	-14,2	10,0	8,7	0,8	7,9	0,2	7,4	4,4			
2004 I	142,5	149,3	42,7	106,6	-6,8	12,4	-19,2	2,1	7,3	2,9			
II	118,5	100,8	25,4	75,4	17,7	10,7	7,1	1,8	-7,1	3,1			
III	51,3	41,0	-1,1	42,1	10,3	-1,0	11,2	5,9	12,1	3,2			
IV	-49,6	-45,0	-32,9	-12,1	-4,6	-4,2	-0,5	2,4	19,4	3,8			
2005 I	143,1	120,5	7,7	112,8	22,6	19,2	3,4	3,9	-0,2	2,8			
Tasas de crecimiento													
2003 IV	6,5	5,8	13,8	4,8	11,6	22,2	7,2	0,8	8,9	4,9			
2004 I	6,1	6,3	11,1	5,7	4,7	14,0	0,6	1,0	7,5	4,8			
II	6,1	6,5	8,2	6,2	3,4	15,8	-2,0	0,3	4,8	4,7			
III	6,3	6,5	9,4	6,1	4,9	11,9	1,7	0,4	11,3	4,7			
IV	5,3	5,7	6,2	5,6	2,7	9,1	-0,3	0,4	17,5	4,5			
2005 I	5,1	4,8	-0,1	5,5	7,5	11,8	5,2	0,5	12,8	4,4			

Fuente: BCE.

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

3.3 Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2003 IV	3.633,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	349,0	60,0	289,0	1.476,3	59,4	1.416,9
2004 I	3.759,9	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	349,3	60,8	288,5	1.541,0	62,0	1.479,0
II	3.774,7	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	342,6	59,0	283,5	1.544,3	63,4	1.480,9
III	3.837,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	348,7	62,2	286,5	1.589,8	63,3	1.526,5
IV	3.918,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	329,0	56,0	273,0	1.644,5	61,9	1.582,6
2005 I	4.043,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	332,6	58,7	273,9	1.695,7	62,4	1.633,3
	Operaciones											
2003 IV	71,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-3,7	1,2	-4,9	50,2	-1,4	51,6
2004 I	81,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	0,0	0,6	-0,6	47,0	2,3	44,7
II	26,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,7	-1,6	-5,0	24,4	0,9	23,5
III	54,3	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,6	3,0	29,4	-0,6	30,0
IV	52,1	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-19,4	-5,9	-13,5	51,5	-0,5	52,0
2005 I	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	3,7	2,8	0,9	48,6	0,3	48,2
	Tasas de crecimiento											
2003 IV	6,7	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	0,2	-13,1	3,5	11,3	14,7	11,1
2004 I	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	-0,1	0,4	-0,2	10,5	11,7	10,5
II	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-3,0	-2,4	-3,1	10,6	8,4	10,7
III	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-1,3	4,8	-2,6	10,5	1,9	10,9
IV	5,9	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-7,1	-5,6	10,3	3,4	10,6
2005 I	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-4,8	-3,5	-5,1	10,0	0,1	10,4

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

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

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

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

2. Sociedades no financieras

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

3. Hogares⁵⁾

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

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

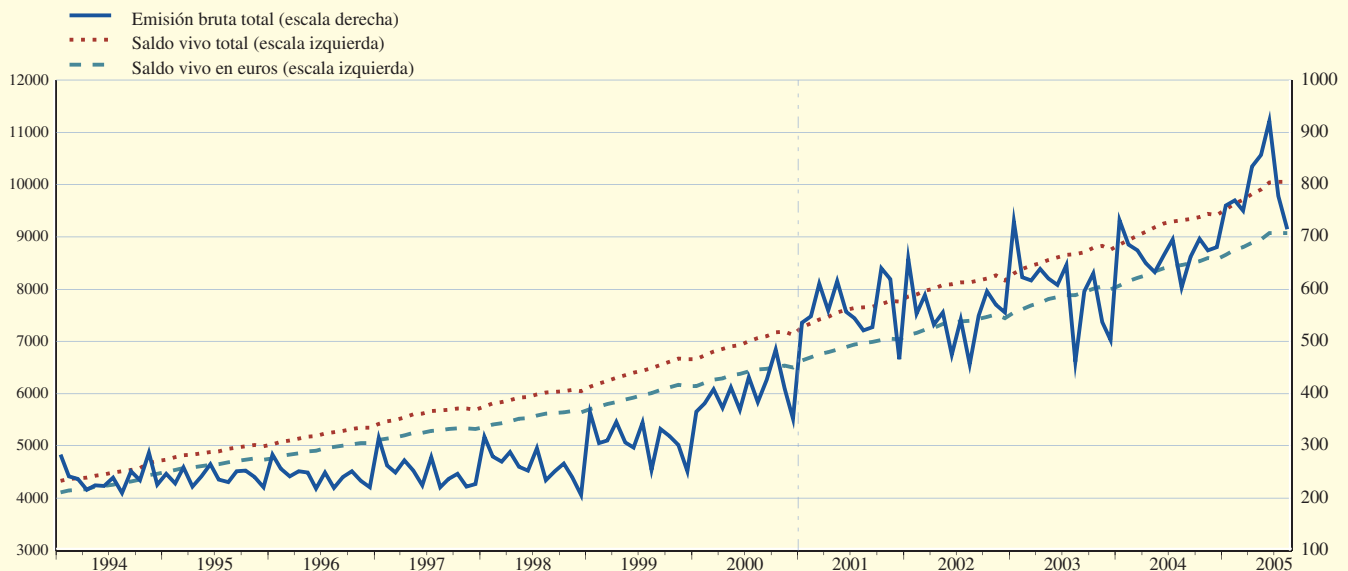
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2004 Ago	9.796,7	619,8	29,3	8.457,1	572,0	12,8	9.314,2	603,7	13,5	7,3	45,2	7,2
Sep	9.909,8	725,3	108,8	8.501,6	627,7	40,5	9.347,2	661,4	39,9	7,0	40,5	6,9
Oct	9.935,3	712,2	21,7	8.534,6	652,7	30,2	9.383,7	696,7	40,3	6,6	38,9	6,6
Nov	10.026,5	703,7	84,8	8.596,6	635,9	55,7	9.440,3	674,0	58,6	6,7	61,8	6,5
Dic	10.030,7	706,6	4,8	8.574,9	648,2	-21,3	9.413,4	680,5	-22,5	7,2	77,2	6,6
2005 Ene	10.096,1	763,3	52,8	8.652,6	712,5	65,1	9.525,8	759,5	81,3	7,0	43,3	6,7
Feb	10.216,5	792,9	117,2	8.760,0	726,7	104,4	9.639,3	769,2	114,4	7,4	79,1	7,5
Mar	10.324,3	798,1	106,9	8.805,5	704,4	44,3	9.707,8	750,4	54,6	7,1	36,0	7,3
Abr	10.380,1	834,3	52,4	8.892,3	788,4	83,1	9.819,0	834,9	99,4	7,4	84,3	8,3
May	10.442,5	871,0	62,8	8.952,0	817,4	60,0	9.908,5	856,9	64,5	7,1	34,8	7,6
Jun	10.630,6	994,0	186,2	9.074,6	872,4	121,0	10.046,8	922,1	130,7	7,7	133,9	8,8
Jul	.	.	.	9.077,8	737,4	2,7	10.053,4	778,6	5,7	7,3	2,7	7,9
Ago	.	.	.	9.069,4	675,7	-14,1	10.054,0	714,9	-5,9	7,1	32,0	6,8
A largo plazo												
2004 Ago	8.878,0	87,2	25,3	7.620,3	65,4	10,6	8.368,5	75,3	15,5	7,6	41,9	7,2
Sep	8.972,6	191,6	89,7	7.675,9	143,8	50,7	8.418,3	157,0	52,4	7,3	47,5	7,2
Oct	9.009,3	174,0	33,8	7.693,1	139,2	15,3	8.439,1	158,0	25,8	7,0	34,2	7,0
Nov	9.085,2	168,7	70,1	7.748,8	138,3	50,1	8.493,3	155,1	59,5	7,1	63,6	6,9
Dic	9.110,3	148,5	24,8	7.765,7	124,7	16,2	8.501,2	136,1	16,2	7,4	62,5	6,9
2005 Ene	9.180,1	198,5	59,8	7.826,9	174,9	51,3	8.588,7	195,0	61,9	7,7	62,4	7,7
Feb	9.296,1	220,6	113,5	7.924,0	180,3	94,7	8.691,4	199,4	103,2	7,8	73,4	8,4
Mar	9.370,5	202,6	73,9	7.974,3	163,4	49,6	8.758,6	183,8	57,5	7,8	47,5	8,3
Abr	9.423,1	181,8	50,9	8.035,0	163,8	58,8	8.838,4	181,7	70,2	8,0	66,0	9,1
May	9.490,7	178,5	66,2	8.095,5	150,2	58,9	8.925,8	165,5	65,0	7,6	38,2	8,4
Jun	9.669,4	296,9	174,9	8.239,9	231,6	140,9	9.089,8	254,1	151,0	8,6	138,6	10,2
Jul	.	.	.	8.233,3	130,5	-6,7	9.086,6	145,1	-2,1	8,1	-2,5	8,5
Ago	.	.	.	8.218,7	61,0	-17,5	9.082,4	74,4	-10,1	7,8	21,1	7,2

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.
- 2) Véanse las notas técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

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

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	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	8.750	3.353	665	591	3.923	219	7.209	4.487	245	911	1.479	87
2004	9.413	3.714	735	594	4.120	250	8.049	5.252	222	1.028	1.464	83
2004 III	9.347	3.644	690	603	4.169	242	1.960	1.313	41	256	334	16
IV	9.413	3.714	735	594	4.120	250	2.051	1.434	84	228	284	20
2005 I	9.708	3.850	755	606	4.238	259	2.279	1.544	50	248	412	25
II	10.047	3.993	830	617	4.341	266	2.614	1.802	108	281	399	23
2005 May	9.909	3.937	792	622	4.296	262	857	600	29	97	126	4
Jun	10.047	3.993	830	617	4.341	266	922	632	48	99	133	11
Jul	10.053	4.014	830	617	4.325	268	779	550	14	88	119	8
Ago	10.054	4.030	827	617	4.313	268	715	545	8	81	77	4
A corto plazo												
2003	861	390	6	94	367	3	5.333	3.698	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6.147	4.383	44	931	756	33
2004 III	929	412	6	100	405	6	1.555	1.119	11	230	186	9
IV	912	447	7	90	362	5	1.602	1.223	12	205	155	7
2005 I	949	457	8	105	374	5	1.701	1.262	12	229	188	9
II	957	462	7	105	377	5	2.013	1.558	11	258	178	8
2005 May	983	477	8	115	378	5	691	537	3	92	56	3
Jun	957	462	7	105	377	5	668	519	3	86	57	3
Jul	967	475	7	103	376	5	633	490	4	81	56	3
Ago	972	481	7	102	376	5	641	501	4	77	56	3
A largo plazo ¹⁾												
2003	7.889	2.962	659	497	3.556	216	1.876	788	203	115	711	58
2004	8.501	3.266	728	504	3.758	245	1.902	869	179	97	708	49
2004 III	8.418	3.232	684	503	3.764	236	406	194	30	25	148	8
IV	8.501	3.266	728	504	3.758	245	449	211	72	24	129	13
2005 I	8.759	3.393	747	501	3.863	254	578	281	37	19	224	16
II	9.090	3.530	822	512	3.965	260	601	245	98	24	221	14
2005 May	8.926	3.460	784	507	3.917	257	166	63	26	6	70	1
Jun	9.090	3.530	822	512	3.965	260	254	113	45	12	76	8
Jul	9.087	3.539	822	514	3.949	263	145	60	10	7	63	5
Ago	9.082	3.548	819	515	3.937	263	74	44	4	4	21	1
Del cual: a largo plazo emitidos a tipo fijo												
2003	6.117	1.885	406	421	3.240	165	1.287	415	114	91	626	41
2004	6.380	1.929	416	414	3.436	186	1.193	408	69	61	620	36
2004 III	6.392	1.951	408	417	3.436	180	248	87	9	14	132	6
IV	6.380	1.929	416	414	3.436	186	259	93	26	15	117	9
2005 I	6.517	1.969	426	409	3.517	196	387	137	21	15	199	15
II	6.674	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	12
2005 May	6.601	1.984	433	412	3.573	199	97	24	6	3	63	1
Jun	6.674	2.003	445	416	3.607	203	140	46	15	9	63	7
Jul	6.650	1.998	440	415	3.590	205	93	24	3	4	59	3
Ago	6.649	2.003	437	416	3.589	205	45	23	2	2	17	1
Del cual: a largo plazo emitidos a tipo variable												
2003	1.579	959	249	59	262	51	508	337	90	12	53	16
2004	1.869	1.148	309	77	275	59	619	404	109	32	60	14
2004 III	1.772	1.101	273	73	269	56	136	95	21	10	9	2
IV	1.869	1.148	309	77	275	59	175	105	47	7	12	4
2005 I	1.956	1.212	317	79	291	58	167	129	16	3	17	2
II	2.113	1.291	374	83	308	57	235	128	70	7	28	2
2005 May	2.033	1.250	348	81	297	58	62	34	20	2	5	0
Jun	2.113	1.291	374	83	308	57	105	60	30	3	11	1
Jul	2.127	1.301	379	84	307	57	44	31	7	2	2	1
Ago	2.129	1.300	379	85	308	57	22	16	2	1	2	0

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de 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 sector emisor y tipo de instrumento

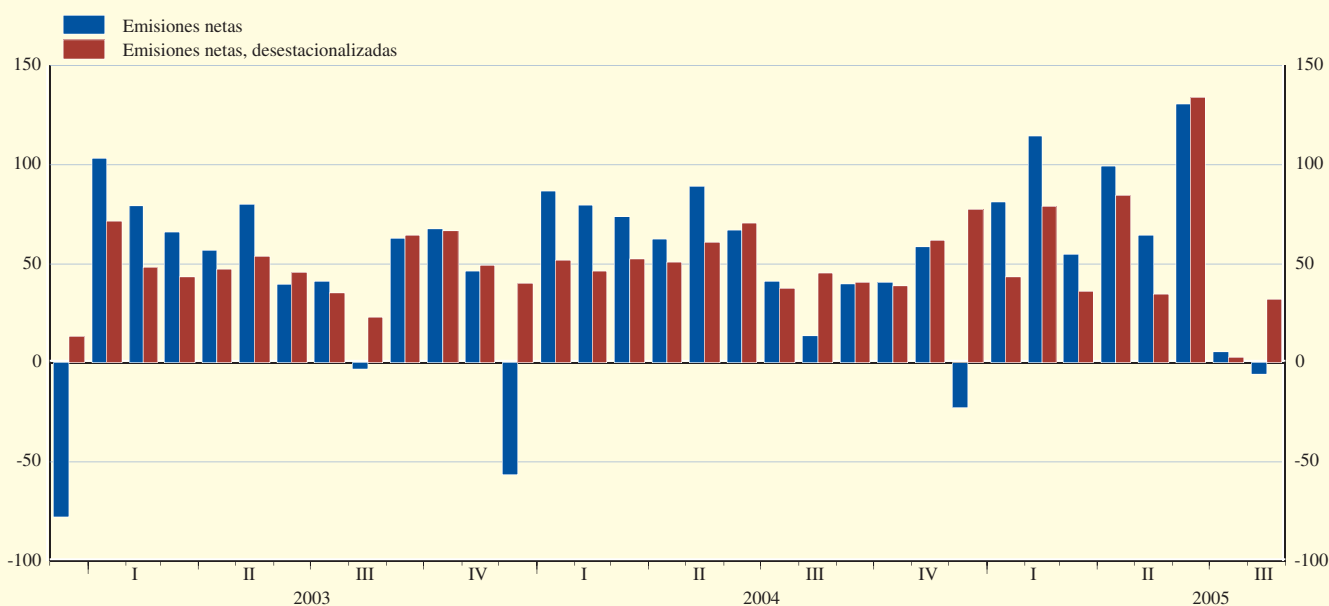
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	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	582,7	194,4	118,1	53,7	176,7	39,9	588,8	195,9	115,6	53,7	183,4	40,2
2004	629,8	318,1	74,3	8,4	197,6	31,5	633,8	320,8	72,4	8,1	200,8	31,7
2004 III	94,7	60,6	3,1	0,5	27,4	3,1	123,3	69,5	7,7	2,2	39,3	4,6
IV	76,4	69,5	50,5	-4,4	-47,6	8,4	177,9	97,9	36,5	1,0	34,6	7,9
2005 I	250,3	103,1	13,2	13,7	111,3	9,0	158,4	60,6	29,3	10,2	50,0	8,3
II	294,6	111,1	70,7	8,7	98,1	6,0	253,0	115,5	63,6	4,8	63,5	5,5
2005 May	64,5	13,6	18,0	5,5	28,0	-0,6	34,8	11,8	18,5	1,1	3,7	-0,3
Jun	130,7	51,4	36,7	-5,2	44,2	3,5	133,9	64,6	32,3	-3,5	37,0	3,5
Jul	5,7	19,5	0,1	-0,3	-16,3	2,7	2,7	10,1	-6,9	-4,9	1,0	3,4
Ago	-5,9	8,3	-2,8	0,7	-11,6	-0,5	32,0	26,3	7,6	2,7	-5,4	0,8
A largo plazo												
2003	529,5	185,8	118,8	51,2	133,3	40,5	530,7	186,4	116,4	51,1	135,9	40,8
2004	587,1	270,1	72,9	12,0	202,3	29,8	590,2	271,1	71,1	11,9	206,1	30,1
2004 III	102,2	64,9	2,3	8,9	23,9	2,2	122,4	65,4	6,8	10,7	35,9	3,6
IV	101,5	43,3	49,2	5,3	-5,4	9,1	160,3	70,1	35,3	4,1	41,8	8,9
2005 I	222,6	103,0	12,8	-1,2	99,3	8,7	183,3	76,7	29,1	3,1	66,8	7,5
II	286,3	104,6	71,0	8,6	96,0	6,1	242,8	102,7	63,6	3,4	67,4	5,8
2005 May	65,0	21,7	18,5	1,9	23,5	-0,6	38,2	15,8	18,7	-0,7	4,6	-0,3
Jun	151,0	60,5	37,0	4,1	45,9	3,5	138,6	65,8	32,3	1,0	36,1	3,4
Jul	-2,1	8,9	0,1	1,9	-15,9	2,8	-2,5	1,7	-6,6	-0,9	-0,6	3,9
Ago	-10,1	2,4	-2,5	1,7	-11,2	-0,5	21,1	13,5	8,0	4,1	-4,9	0,5

C14 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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

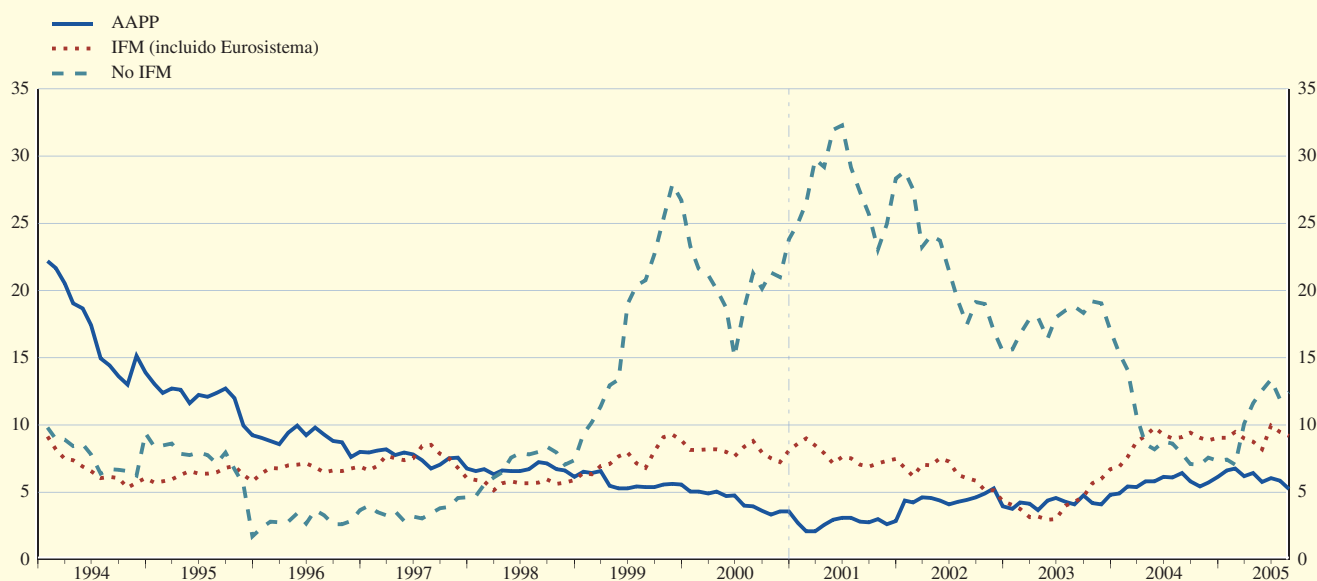


Fuente: BCE.

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

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2004 Ago	7,3	8,8	11,1	3,5	5,6	16,8	7,2	9,7	6,6	3,1	5,6	10,3
Sep	7,0	9,0	9,2	3,8	5,0	15,4	6,9	8,6	9,3	5,0	5,1	10,2
Oct	6,6	8,8	9,1	3,2	4,5	14,2	6,6	8,3	12,1	4,7	4,3	9,9
Nov	6,7	8,6	10,4	3,2	4,7	14,5	6,5	7,8	17,0	4,0	3,8	13,0
Dic	7,2	9,4	11,2	1,4	5,0	14,4	6,6	9,6	13,3	1,1	3,6	10,7
2005 Ene	7,0	8,7	11,0	2,6	5,1	15,1	6,7	8,3	15,2	0,6	4,4	16,1
Feb	7,4	9,4	11,1	3,0	5,3	13,0	7,5	9,1	15,9	2,7	4,9	15,6
Mar	7,1	8,7	14,4	4,3	4,6	11,9	7,3	8,9	19,9	3,8	4,1	13,7
Abr	7,4	8,9	15,8	5,4	4,7	12,7	8,3	9,5	19,5	6,1	5,3	15,6
May	7,1	8,4	18,4	4,7	4,2	11,7	7,6	8,9	19,8	5,4	4,6	10,5
Jun	7,7	9,6	20,0	3,1	4,6	11,1	8,8	9,5	27,0	5,1	5,5	11,3
Jul	7,3	9,2	18,7	1,5	4,3	12,7	7,9	10,1	22,5	2,5	4,1	9,5
Ago	7,1	9,2	19,0	2,2	3,7	11,9	6,8	9,2	22,3	1,7	2,6	8,4
	A largo plazo											
2004 Ago	7,6	9,1	11,3	3,5	5,9	16,4	7,2	9,2	6,5	0,9	6,4	9,6
Sep	7,3	9,4	9,2	4,4	5,3	14,6	7,2	8,6	9,0	6,3	5,8	8,7
Oct	7,0	9,1	9,2	4,3	4,9	13,5	7,0	8,2	12,0	9,3	4,6	9,2
Nov	7,1	8,8	10,4	3,8	5,2	13,5	6,9	7,5	16,8	7,7	4,2	12,1
Dic	7,4	9,0	11,1	2,4	5,7	13,8	6,9	8,8	12,8	6,1	4,2	10,9
2005 Ene	7,7	9,0	10,9	2,8	6,1	14,8	7,7	8,8	14,7	2,8	5,5	16,0
Feb	7,8	9,5	10,9	1,9	6,4	12,6	8,4	9,8	15,4	2,7	6,3	15,6
Mar	7,8	9,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,3	9,3	19,7	2,9	5,9	14,3
Abr	8,0	8,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,1	9,2	19,2	3,2	7,5	16,2
May	7,6	8,2	18,2	4,9	5,4	11,7	8,4	8,9	19,6	2,0	6,6	11,3
Jun	8,6	9,9	19,8	4,4	5,7	11,1	10,2	11,1	27,3	2,6	7,2	11,1
Jul	8,1	9,5	18,6	2,7	5,4	13,0	8,5	10,1	22,6	2,7	5,2	10,1
Ago	7,8	9,2	18,9	3,5	4,8	12,1	7,2	8,7	22,7	4,3	3,4	8,9

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



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

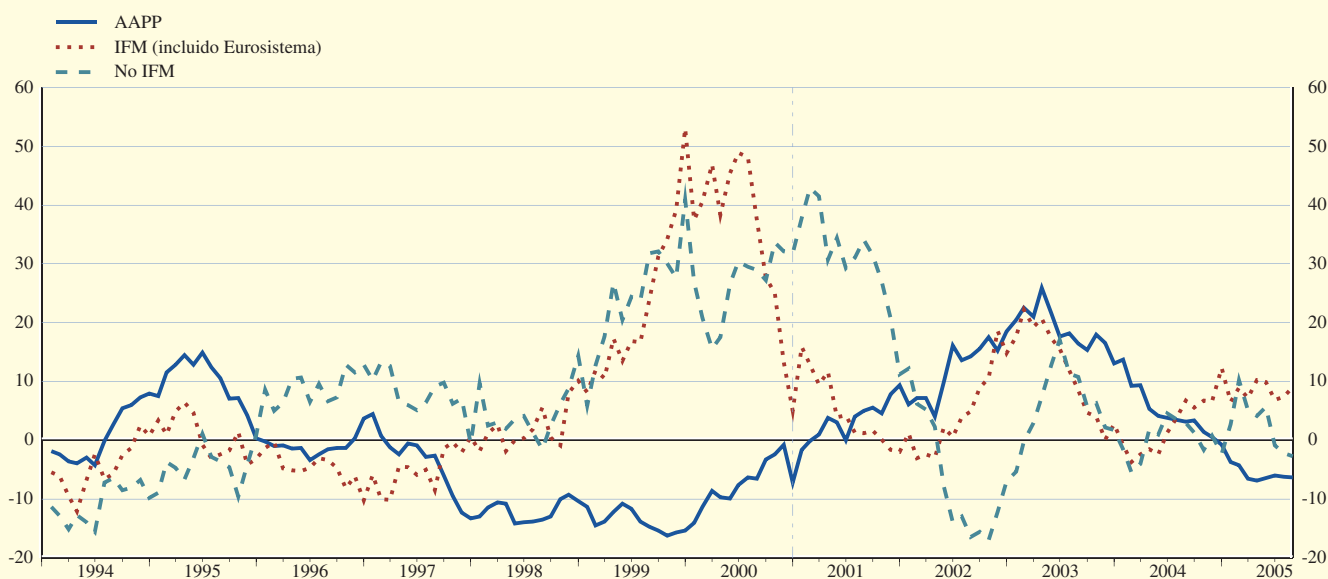
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	12,1	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,4	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,1	0,6	26,4
2004 III	4,9	3,1	3,5	1,4	6,2	13,5	17,6	19,2	27,1	18,2	3,3	25,1
IV	4,3	2,4	2,6	0,8	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	14,8	19,3	18,9	34,8	26,6	8,5	3,0
2005 Mar	4,5	2,4	5,8	0,6	5,6	13,6	18,9	19,5	28,2	27,3	9,3	5,1
Abr	5,1	2,5	5,4	2,3	6,3	15,1	18,7	18,6	32,6	26,6	7,8	5,2
May	4,6	2,2	6,2	0,9	5,6	15,1	18,8	17,7	38,0	26,1	7,7	1,5
Jun	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,7	22,0	21,5	38,9	27,0	10,8	0,0
Jul	4,6	2,9	6,3	0,3	5,2	16,6	20,6	20,4	37,1	15,8	10,1	1,7
Ago	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,9	19,8	19,1	37,9	16,6	10,0	0,5
En euros												
2003	4,6	0,1	20,5	12,4	4,2	21,3	8,6	7,6	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,4	0,5	25,3
2004 III	4,7	1,2	7,5	-0,2	6,4	13,8	16,9	18,4	27,3	15,7	3,3	24,0
IV	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,9	26,5	2,3	18,1
2005 I	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	24,0	26,7	7,8	12,9
II	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	24,7	8,9	3,7
2005 Mar	4,2	0,2	10,2	-0,2	5,6	13,8	18,1	17,9	28,4	26,7	9,7	5,3
Abr	4,8	0,2	9,2	1,8	6,4	15,4	18,1	17,5	32,8	24,6	8,2	5,4
May	4,2	0,1	10,3	0,5	5,6	15,5	18,6	17,0	38,1	23,8	8,1	2,6
Jun	4,5	0,9	11,5	0,5	5,4	15,2	21,9	21,2	38,7	25,0	11,4	1,0
Jul	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,2	20,4	19,8	36,9	17,0	10,6	2,8
Ago	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,4	19,6	18,3	37,7	18,0	10,5	1,5

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

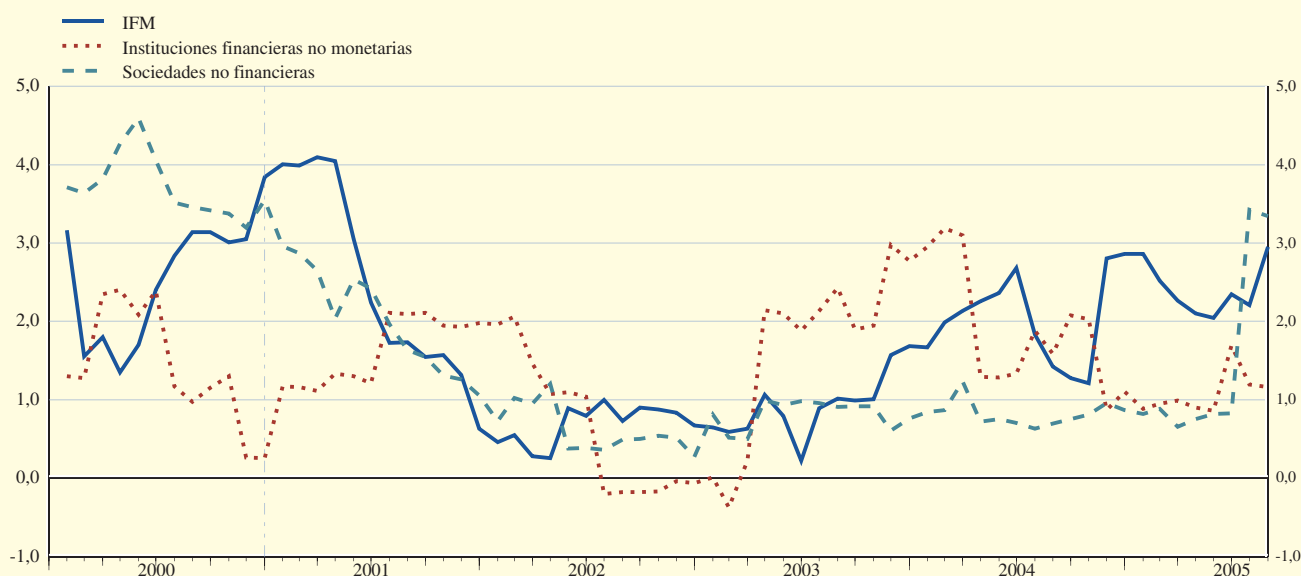
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	1,9	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	0,8
2004 Ene	3.788,6	101,4	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,9
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	102,0	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
May	3.687,9	101,9	1,1	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,8
Jun	3.790,1	102,0	1,1	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
Jul	3.679,8	102,1	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	1,0	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,8
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	1,0
Dic	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2.984,5	0,9
2005 Ene	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,9	3.063,3	0,8
Feb	4.254,5	102,7	1,2	681,1	2,5	431,8	1,0	3.141,5	0,9
Mar	4.242,4	102,8	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3.142,9	0,7
Abr	4.094,7	103,0	1,0	656,0	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,8
May	4.272,6	103,0	1,0	678,1	2,0	414,0	0,9	3.180,5	0,8
Jun	4.382,2	103,2	1,2	698,0	2,4	431,1	1,7	3.253,0	0,8
Jul	4.631,7	105,1	3,0	727,9	2,2	456,4	1,2	3.447,4	3,4
Ago	4.606,5	105,2	3,1	723,4	2,9	447,1	1,2	3.436,0	3,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

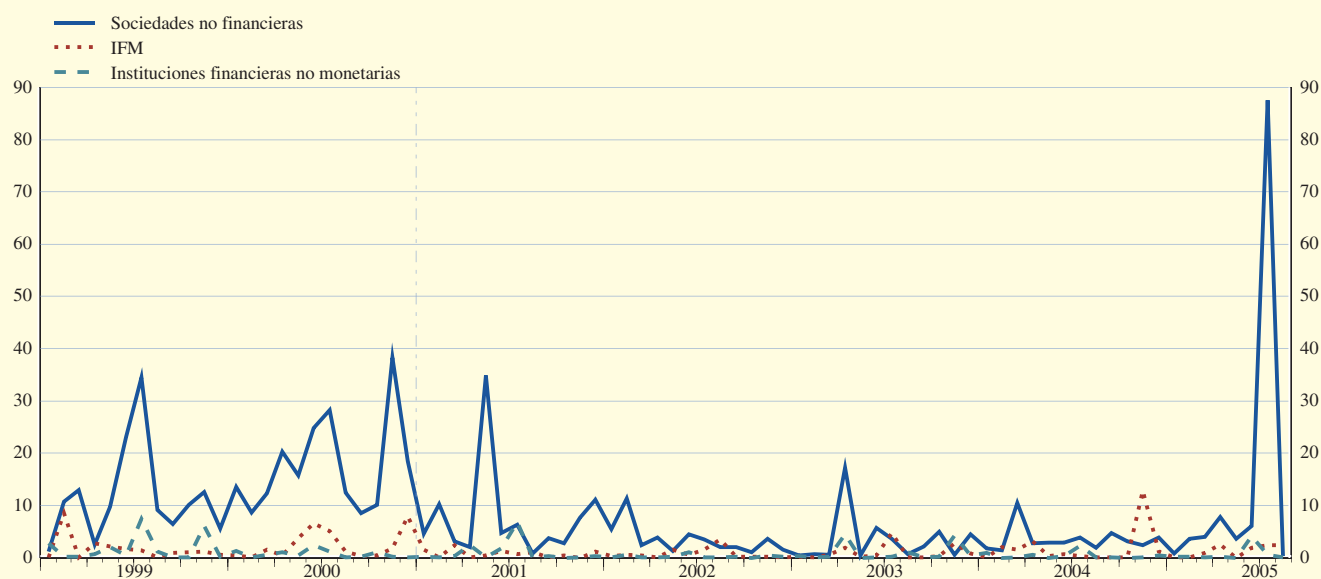
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 Ago	1,8	1,3	0,5	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,2	-0,6
Sep	2,3	2,0	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,3	1,9
Oct	5,4	3,8	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	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,5	4,0
2004 Ene	2,9	0,9	2,0	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	0,8	1,0
Feb	3,5	0,5	3,0	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,2
Mar	12,0	1,1	10,8	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
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	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,4	2,7
Nov	15,2	3,4	11,8	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,7
Dic	5,5	2,3	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,1	1,7
2005 Ene	1,1	1,1	0,0	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	2,3	8,3	2,5	0,0	2,5	0,2	0,0	0,2	7,8	2,3	5,5
May	3,6	2,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	2,1	1,5
Jun	12,1	4,5	7,5	1,9	1,0	0,9	4,1	0,4	3,7	6,1	3,2	3,0
Jul	90,5	6,6	83,9	2,4	3,0	-0,5	0,5	0,0	0,5	87,5	3,7	83,9
Ago	2,8	1,5	1,3	2,5	0,0	2,4	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-1,0

C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	2,02	2,21	3,11	2,00
Ago	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,03	2,22	2,90	2,01

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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	3,97	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	6,83	8,33	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	4,00	4,73	4,49
Mar	9,60	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	3,89	4,54	4,29
Ago	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,33	3,73	4,04	4,03	3,91	3,80	4,59	4,44

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2004 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	3,86	4,40	4,11	2,96	3,56	3,77
Ago		5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,53	3,80

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	3,49	1,98
Ago	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	2,00

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

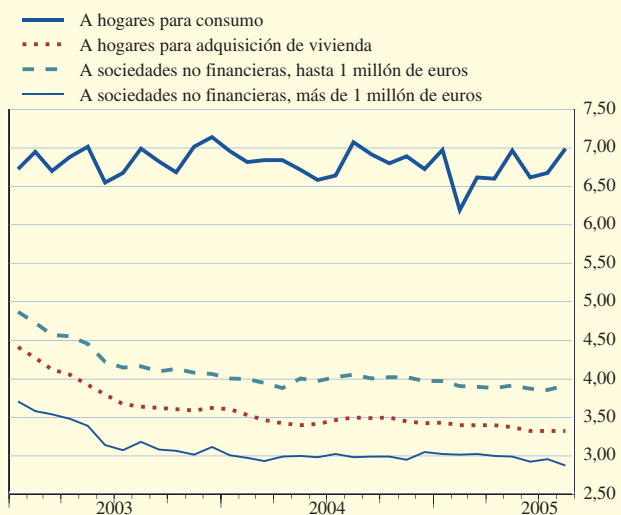
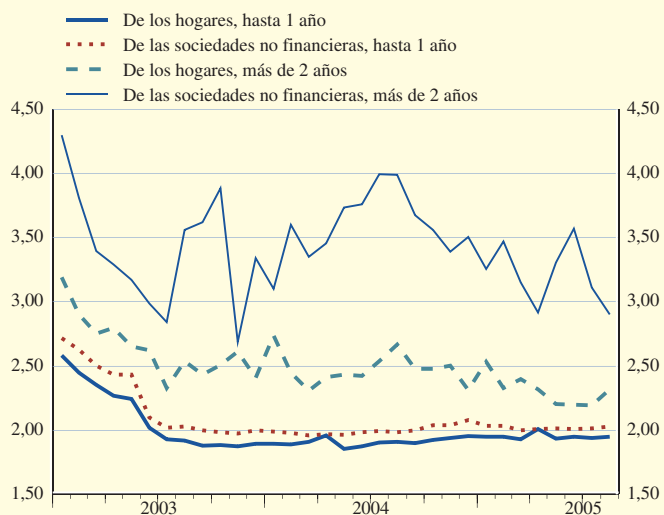
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 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	7,01	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	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46	
Mar	4,75	4,41	4,78	8,07	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	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29	
Ago	4,55	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28	

C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

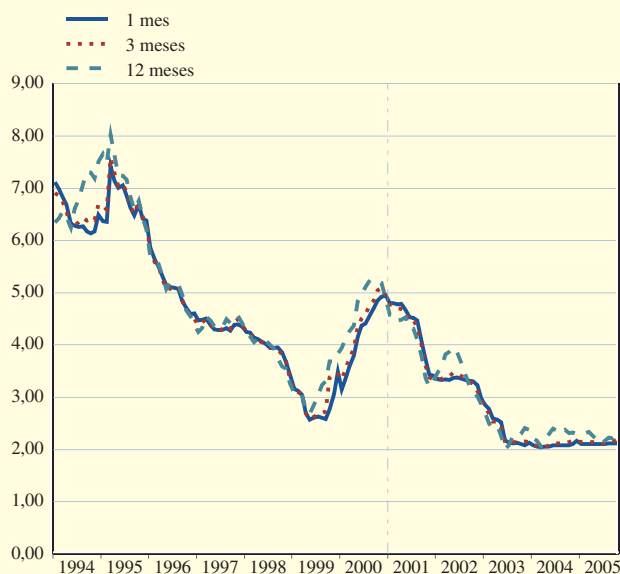
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 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 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
Oct	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06

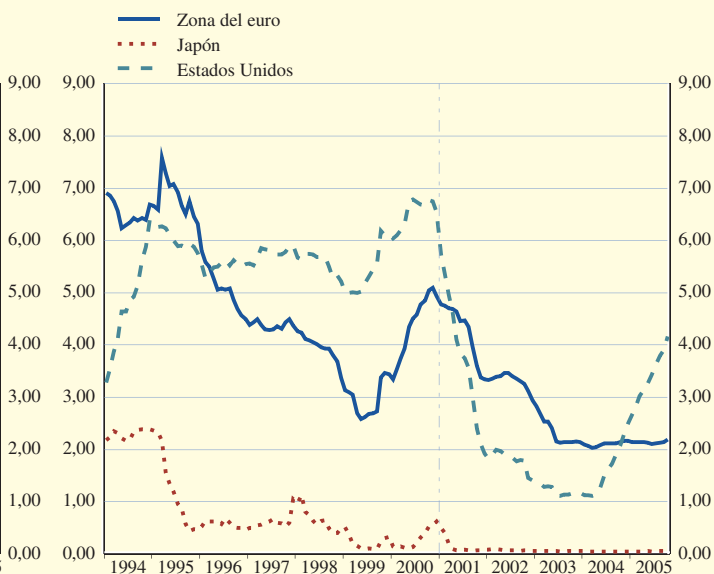
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C22 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

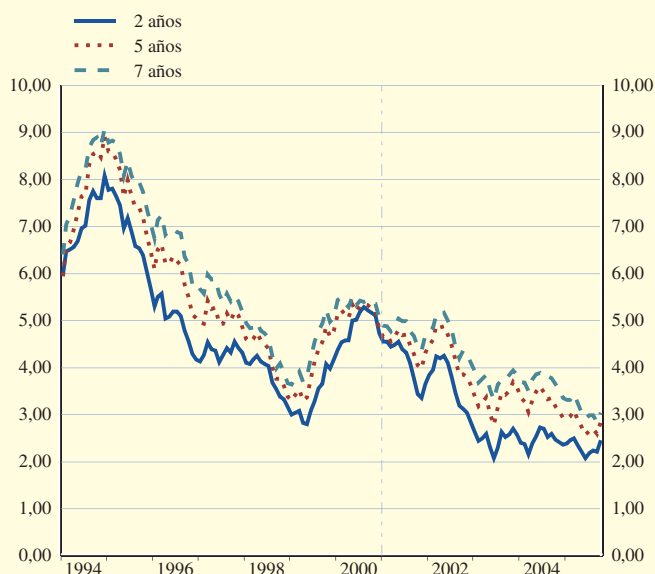
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 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 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
Oct	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54

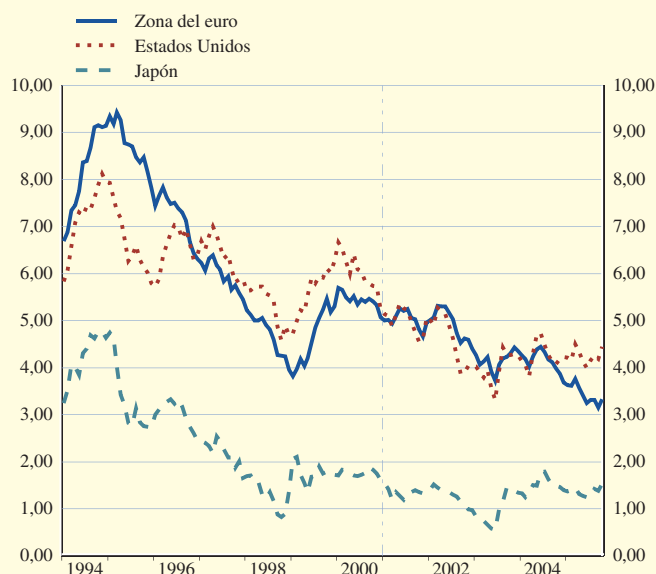
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

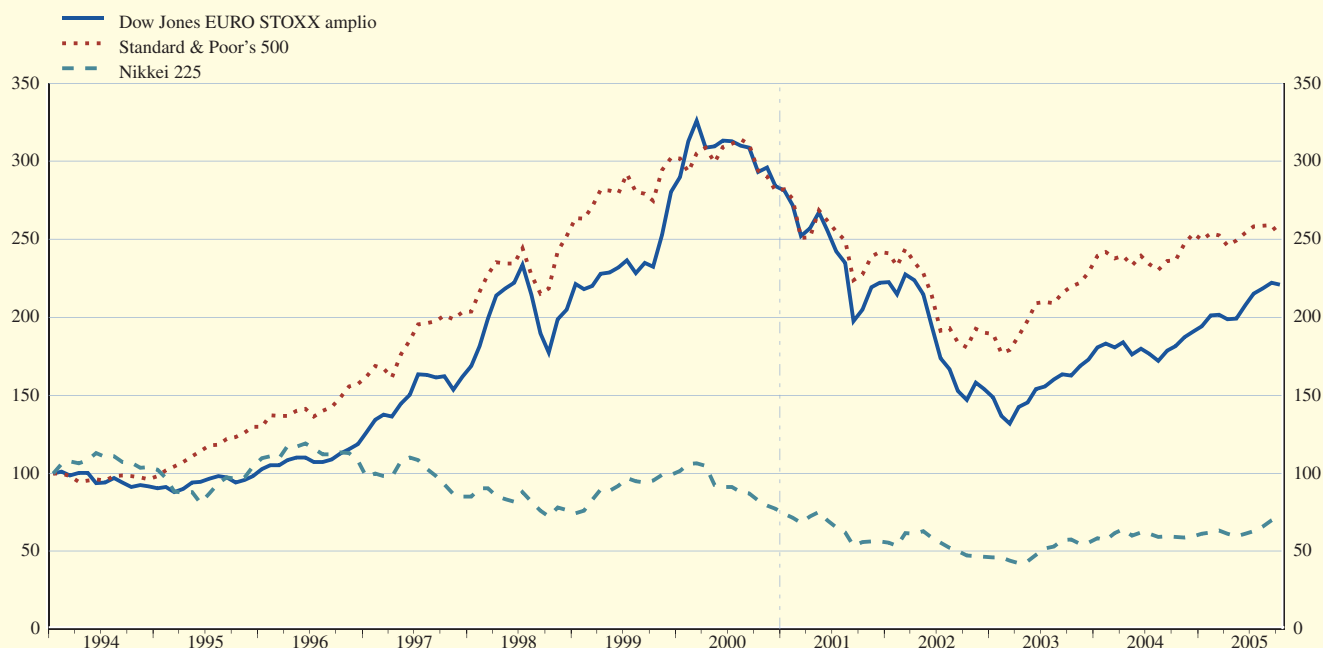
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 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 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
Oct	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía									
% del total ¹⁾	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 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
III	118,6	2,3	1,4	2,4	2,3	0,8	0,6	-0,2	0,0	5,7	0,6
2005 May	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,1	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	119,1	2,6	1,5	2,9	2,2	0,4	0,5	-0,1	0,2	3,0	0,1
Oct ²⁾	.	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 ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 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
III	1,5	1,9	0,8	2,9	0,1	12,9	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,4	3,0
2005 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	1,8	2,3	1,1	3,5	0,2	15,2	2,5	2,1	2,6	-2,3	2,3	2,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía													Energía
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
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	7,3	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 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
II	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,2	3,1	-	22,4	2,2	42,2
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	33,5	11,6	50,9
2005 May	109,2	3,5	2,6	1,9	3,0	1,5	0,9	1,4	0,8	9,8	-	-	13,2	1,2	39,4
Jun	109,7	4,0	3,1	1,7	2,6	1,4	0,8	1,4	0,7	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
Jul	110,3	4,1	2,9	1,4	2,0	1,2	0,8	1,3	0,7	15,2	-	-	34,1	9,6	48,3
Ago	110,8	4,1	2,9	1,3	1,7	1,2	1,0	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	33,9	13,2	52,2
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	23,1	17,4	49,3

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	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	2,0
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 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), 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 unitarios¹⁾								
2001	102,1	2,1	1,2	1,5	3,1	1,3	2,4	2,4
2002	104,6	2,4	1,0	1,1	3,6	1,7	3,4	2,8
2003	106,5	1,8	2,8	0,9	2,1	1,9	1,8	2,7
2004	107,4	0,9	-7,5	-0,4	2,5	0,7	1,9	1,7
2004 II	107,4	0,8	-7,9	-1,3	1,1	0,0	1,6	2,6
III	107,4	0,3	-9,2	-1,6	3,6	1,0	2,1	0,5
IV	107,9	1,1	-6,4	0,6	3,5	0,3	1,9	1,5
2005 I	108,3	1,2	0,0	-0,6	4,8	0,2	2,1	1,9
II	108,6	1,1	1,7	-0,4	3,7	0,5	2,9	1,4
Remuneración por asalariado								
2001	102,5	2,5	0,6	2,8	3,5	2,5	1,0	2,8
2002	105,1	2,6	2,6	2,7	3,4	2,4	2,3	2,8
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,4	2,0	1,8	2,6
2004	109,8	2,1	0,4	3,1	3,0	1,6	1,3	2,4
2004 II	109,8	2,5	0,2	3,4	2,3	1,3	1,2	3,7
III	109,8	1,6	0,2	2,4	2,7	1,7	1,4	1,2
IV	110,4	1,9	1,6	2,5	2,9	1,6	1,1	2,0
2005 I	111,2	1,8	2,4	1,9	2,6	1,9	1,8	1,7
II	111,5	1,6	2,0	1,9	2,9	2,0	2,5	0,6
Productividad del trabajo²⁾								
2001	100,4	0,4	-0,6	1,3	0,4	1,2	-1,3	0,4
2002	100,5	0,2	1,6	1,5	-0,2	0,7	-1,1	0,0
2003	101,0	0,4	-1,8	1,8	0,3	0,1	0,0	-0,2
2004	102,2	1,2	8,5	3,5	0,4	0,9	-0,6	0,7
2004 II	102,3	1,7	8,9	4,8	1,2	1,3	-0,4	1,0
III	102,3	1,2	10,3	4,1	-0,9	0,7	-0,6	0,6
IV	102,3	0,8	8,5	1,9	-0,6	1,4	-0,8	0,4
2005 I	102,6	0,6	2,3	2,5	-2,2	1,7	-0,3	-0,3
II	102,7	0,4	0,3	2,3	-0,8	1,5	-0,5	-0,8

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,3	2,3	2,1	2,5	2,6	1,8	0,8	0,6
2002	105,0	2,6	2,0	2,0	2,7	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,3	2,2	1,7	1,9	2,4	1,3	-0,6	-1,4
2004	109,3	1,9	1,9	1,8	2,2	2,7	1,3	1,4
2004 II	109,3	2,2	2,3	2,1	3,0	2,6	1,4	1,4
III	109,7	1,8	1,9	2,1	1,1	3,2	2,2	3,0
IV	110,0	1,7	2,0	1,8	2,1	3,2	2,5	3,7
2005 I	110,5	1,9	2,2	1,9	2,0	3,7	2,6	3,7
II	111,0	1,6	1,8	1,8	1,3	2,7	2,0	3,2

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.887,8	6.785,7	3.976,6	1.372,4	1.453,5	-16,8	102,1	2.557,5	2.455,5
2002	7.128,4	6.956,7	4.094,1	1.444,6	1.444,6	-26,7	171,7	2.593,8	2.422,1
2003	7.333,2	7.186,6	4.217,8	1.501,3	1.473,5	-5,9	146,6	2.598,2	2.451,5
2004	7.609,3	7.461,0	4.357,3	1.549,9	1.533,8	19,9	148,4	2.788,5	2.640,2
2004 II	1.899,8	1.857,0	1.084,7	388,7	381,4	2,2	42,9	694,1	651,2
2004 III	1.911,5	1.876,8	1.091,7	388,6	386,4	10,0	34,7	709,1	674,4
2004 IV	1.920,7	1.893,7	1.104,5	389,8	390,2	9,2	27,1	715,2	688,2
2005 I	1.936,6	1.904,7	1.110,4	394,2	390,9	9,3	31,9	712,7	680,8
2005 II	1.951,9	1.925,5	1.118,6	397,6	396,8	12,6	26,4	729,7	703,3
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	0,3	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	2,5
2004 III	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,4
2004 IV	0,2	0,5	0,8	-0,2	0,3	-	-	0,5	1,4
2005 I	0,4	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-	-0,5	-1,4
2005 II	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	-	-	1,8	2,3
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,8	1,0	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	1,9	-	-	6,5	6,5
2004 II	2,1	1,4	1,3	1,3	1,3	-	-	7,8	6,2
2004 III	1,9	2,3	1,1	1,1	1,5	-	-	6,4	7,9
2004 IV	1,6	1,9	1,9	0,6	1,1	-	-	6,1	7,3
2005 I	1,3	1,6	1,3	0,9	0,7	-	-	3,8	4,9
2005 II	1,1	1,7	1,3	1,0	1,1	-	-	3,1	4,6
<i>contribuciones a las tasas de variación del PIB en puntos porcentuales</i>									
2001	1,8	1,0	1,0	0,4	0,0	-0,4	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	1,9	2,2	0,6	0,2	0,3	1,0	-0,4	-	-
2004 IV	1,6	1,9	1,1	0,1	0,2	0,5	-0,3	-	-
2005 I	1,3	1,6	0,7	0,2	0,1	0,5	-0,3	-	-
2005 II	1,1	1,6	0,7	0,2	0,2	0,5	-0,5	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.387,9	161,0	1.385,1	360,9	1.348,1	1.729,9	1.402,9	215,4	715,3
2002	6.619,9	156,4	1.399,1	374,3	1.400,0	1.814,4	1.475,7	230,3	738,8
2003	6.806,1	156,9	1.412,4	391,3	1.427,4	1.886,9	1.531,2	238,8	765,9
2004	7.046,6	157,6	1.454,1	414,5	1.473,5	1.958,7	1.588,3	243,0	805,8
2004 II	1.761,8	39,6	364,4	103,1	368,2	488,1	398,4	61,3	199,3
III	1.769,3	39,1	366,2	103,8	370,7	493,0	396,6	60,2	202,4
IV	1.777,2	39,6	365,1	105,9	371,6	495,5	399,4	61,4	204,9
2005 I	1.795,3	38,7	370,4	106,5	374,5	501,2	404,1	62,3	203,7
II	1.811,7	38,6	373,6	109,6	376,6	507,3	406,0	63,4	203,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	20,9	27,8	22,5	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2004 II	0,7	1,1	0,9	0,0	1,0	0,7	0,3	1,8	-1,2
III	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,7
IV	0,2	1,1	-0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,8	0,4
2005 I	0,4	-1,7	0,6	-0,9	0,9	0,6	0,1	-0,1	-0,5
II	0,4	-0,6	0,5	1,4	0,6	0,4	0,1	0,6	-0,5
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	2,0	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,5	1,5
2002	1,0	-0,2	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,4	0,2
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,8	1,5
2004	2,2	7,6	2,5	1,7	2,2	2,0	1,6	4,4	1,8
2004 II	2,4	7,7	3,0	1,5	2,2	2,2	1,8	5,7	1,3
III	1,9	9,4	2,3	0,8	1,6	1,8	1,5	4,4	2,0
IV	1,7	7,5	1,0	0,7	2,4	1,8	1,3	4,5	1,3
2005 I	1,5	0,5	1,3	-0,9	2,7	1,9	0,7	2,1	-0,6
II	1,2	-1,2	0,9	0,6	2,3	1,6	0,5	0,9	0,0
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2001	2,0	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	2,4	0,2	0,7	0,1	0,5	0,6	0,4	-	-
III	1,9	0,2	0,5	0,0	0,4	0,5	0,3	-	-
IV	1,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
2005 I	1,5	0,0	0,3	0,0	0,6	0,5	0,2	-	-
II	1,2	0,0	0,2	0,0	0,5	0,4	0,1	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,3
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,2
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,5	-0,3
2004 III	2,8	102,4	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,6	-0,7
IV	1,1	102,2	1,1	0,8	0,5	1,1	1,7	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-1,0
2005 I	-0,5	102,2	0,5	0,3	0,1	0,6	2,1	-1,0	-4,0	-0,5	1,0	-4,4
II	0,9	102,9	0,5	0,6	0,2	-0,6	2,1	0,5	-1,9	1,0	1,1	-0,7
2005 Mar	-2,0	102,0	-0,2	-1,1	-1,3	-0,8	1,8	-2,4	-4,7	-1,9	1,7	-6,7
Abr	1,9	103,0	1,1	1,9	1,7	0,2	3,3	0,6	-0,8	0,9	0,2	-1,7
May	0,1	102,6	-0,1	-0,4	-1,0	-0,9	0,7	0,5	-4,3	1,3	0,7	-1,3
Jun	0,8	103,1	0,6	0,4	-0,2	-1,2	2,4	0,5	-0,7	0,7	2,5	0,7
Jul	.	103,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	2,2	-0,1	-2,3	0,3	2,4	.
Ago	.	104,2	2,5	2,8	2,9	3,9	2,2	3,1	1,7	3,3	-0,5	.
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2005 Mar	-0,5	-	0,0	-0,3	-0,3	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	-0,4	1,2	-1,6
Abr	2,5	-	0,9	2,1	2,0	1,3	0,2	1,8	2,6	1,6	-5,0	3,6
May	-0,6	-	-0,3	-1,0	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	1,9	0,2
Jun	0,2	-	0,5	0,6	0,5	0,0	1,1	0,1	1,4	-0,1	2,1	1,6
Jul	.	-	0,2	-0,1	0,2	1,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	.
Ago	.	-	0,8	1,4	1,5	2,2	0,0	1,2	0,8	1,2	-2,5	.

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,4	-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	102,9	0,9	0,8	0,9	0,8	2,7	922	1,1
2004 IV	110,8	9,7	107,2	5,1	1,8	103,2	1,1	1,1	0,8	1,1	2,2	941	3,6
2005 I	106,2	3,1	106,7	2,5	1,9	104,0	1,1	1,1	1,1	0,4	0,4	921	0,4
II	108,6	1,3	110,3	4,2	1,5	103,6	0,6	0,1	0,6	0,5	0,9	938	1,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	942	4,6
2005 Abr	107,5	1,9	110,6	4,1	0,3	102,7	-0,8	-2,0	-0,2	0,4	-0,1	939	1,0
May	107,4	-3,4	108,0	4,9	3,0	104,1	2,1	1,8	2,1	1,7	2,0	894	-4,2
Jun	110,8	5,5	112,2	3,7	1,2	104,1	0,4	0,5	0,1	-0,5	0,8	980	6,1
Jul	109,3	1,6	106,9	0,4	0,4	103,4	-0,4	-1,8	0,4	-0,3	1,0	940	3,0
Ago	109,2	7,5	112,9	7,4	2,7	104,5	2,1	1,2	3,2	3,1	2,6	933	7,4
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	4,5
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2005 Abr	-	2,4	-	3,3	-0,2	-	-1,1	-1,9	-0,6	0,3	0,1	-	0,9
May	-	-0,1	-	-2,3	0,8	-	1,3	2,2	0,6	-1,4	0,7	-	-4,7
Jun	-	3,2	-	3,9	0,1	-	0,0	-0,3	0,1	1,2	0,4	-	9,6
Jul	-	-1,4	-	-4,7	-0,6	-	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	-0,3	-	-4,1
Ago	-	-0,1	-	5,6	0,9	-	1,1	1,0	1,2	1,4	0,7	-	-0,8
Sep	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,3

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,8	-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	99,9	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2004 III	100,5	-4	-13	8	9	82,1	-14	-4	-14	30	-8
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
II	96,3	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
III	98,0	-8	-18	11	6	81,1	-15	-4	-17	29	-8
2005 May	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-7
Jun	96,3	-10	-21	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
Jul	97,5	-8	-18	11	4	80,9	-15	-4	-19	30	-9
Ago	97,8	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8
Sep	98,6	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
Oct	100,5	-6	-16	10	8	81,2	-13	-5	-15	23	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-9	-15	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-18	-25	-11	-17	-11	18	-12	1	-3	-6	13
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	2	-6	1	12
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	11	7	10	18
2004 III	-14	-22	-6	-8	-10	14	0	12	8	11	18
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
II	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	1	8	17
III	-9	-16	-3	-9	-12	14	0	11	4	11	17
2005 May	-12	-17	-7	-8	-13	11	1	10	1	11	16
Jun	-13	-19	-6	-9	-16	14	2	9	1	8	17
Jul	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	12	18
Ago	-9	-16	-2	-9	-11	14	-1	9	-1	11	18
Sep	-8	-14	-1	-8	-12	15	5	11	7	9	16
Oct	-8	-14	-1	-4	-9	14	11	15	10	15	19

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	25,0	15,3	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,513	1,5	1,7	0,2	-0,7	0,1	0,7	1,7	4,1	1,4
2002	135,478	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,4	-1,8	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,2
2004	136,610	0,6	0,5	1,1	-0,8	-1,7	1,0	0,9	2,5	0,8
2004 II	136,329	0,5	0,4	1,1	-0,9	-1,7	0,6	0,8	2,7	0,7
III	136,621	0,6	0,5	1,4	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	0,8
IV	136,854	0,8	0,7	1,3	-0,7	-0,9	1,4	1,0	2,5	0,9
2005 I	136,942	0,7	0,7	1,0	-1,6	-1,2	1,5	1,0	2,2	1,0
II	137,268	0,7	0,7	0,7	-1,5	-1,4	1,6	0,7	2,1	1,3
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2004 II	0,302	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
III	0,292	0,2	0,0	1,3	0,0	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
IV	0,233	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	0,1	0,5	0,3
2005 I	0,088	0,1	0,2	-0,9	-1,2	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,4
II	0,326	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	7,9	8,092	6,6	2,925	16,1	5,037	6,3	5,981	9,9
2002	11,737	8,3	8,721	7,0	3,017	16,8	5,509	6,9	6,228	10,1
2003	12,515	8,7	9,397	7,5	3,117	17,6	5,963	7,4	6,552	10,5
2004	12,867	8,9	9,731	7,6	3,136	17,9	6,166	7,6	6,701	10,5
2004 II	12,889	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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,3	47,4	11,1	4,8	5,6	25,9	22,9	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,6
1997	49,9	46,3	10,9	4,7	5,0	25,6	22,8	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,9
1998	49,0	45,2	10,6	4,6	4,6	25,4	22,3	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,4
1999	48,6	44,7	10,6	4,7	4,1	25,3	22,3	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,5
2000	47,9	44,1	10,5	4,7	3,9	25,0	21,9	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,0
2001	48,0	44,0	10,4	4,8	3,8	25,0	21,9	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,1
2002	48,1	44,2	10,5	4,9	3,6	25,3	22,4	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,5
2003	48,5	44,5	10,6	4,9	3,4	25,7	22,8	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2
2004	47,7	43,9	10,5	4,9	3,2	25,3	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	20,3	11,1	4,8	4,9	1,9	2,4	8,5	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,7	4,9	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,7	10,6	4,6	4,9	1,8	2,3	8,1	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,5	4,7	4,9	1,8	2,2	8,1	11,7
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,8	10,4	4,8	5,0	1,8	2,2	8,0	11,8
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,2	10,5	4,9	5,1	1,8	2,2	8,1	12,1
2003	-3,0	-2,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,1	12,3
2004	-2,7	-2,3	-0,3	-0,3	0,1	0,4	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,3

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

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

- 1) 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.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- 3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- 4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 5) Las ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

3. Países de la zona del euro⁶⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,6	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 deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-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	0,2	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	0,9	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 (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,0	-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	0,5	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,2	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.

- Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total	Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	Impuestos sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 II	48,3	47,7	13,5	13,6	16,2	2,2	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	50,8	14,4	14,7	17,0	2,9	0,9	0,7	0,3	46,4
2000 I	44,1	43,5	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,4
II	48,3	47,7	14,0	13,5	16,0	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	50,6	50,0	14,1	14,3	16,8	2,9	0,9	0,6	0,3	45,5
2001 I	43,1	42,6	10,7	12,9	15,4	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	44,4	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,4	0,3	40,5
IV	49,9	49,4	13,7	14,1	16,5	3,0	1,1	0,5	0,3	44,6
2002 I	42,8	42,3	10,3	13,0	15,7	1,7	0,8	0,5	0,2	39,2
II	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,7
III	44,5	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,4
IV	49,9	49,2	13,6	14,3	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,7
2003 I	42,8	42,3	10,0	13,1	15,8	1,8	0,7	0,5	0,2	39,1
II	46,9	45,3	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
III	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
IV	50,1	49,0	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,5
2004 I	42,3	41,8	9,8	13,1	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	38,7
II	45,7	44,8	12,3	13,1	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
III	43,4	42,9	10,9	12,9	15,6	1,9	0,7	0,5	0,3	39,7
IV	50,2	49,2	13,2	14,7	16,4	2,9	0,8	1,1	0,4	44,8
2005 I	43,1	42,4	10,2	13,2	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	39,2
II	45,1	44,4	12,1	13,2	15,5	2,0	0,9	0,7	0,3	41,0

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

	Total	Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 II	47,9	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,7	2,4	1,2	0,4	4,6
III	47,9	44,1	10,4	4,6	4,0	25,1	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
IV	51,2	46,4	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,0
2000 I	46,7	43,3	10,3	4,5	4,1	24,4	21,2	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,6	1,5
II	47,1	43,6	10,5	4,7	3,9	24,6	21,2	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
III	43,8	43,4	10,2	4,6	4,0	24,5	21,2	1,5	0,4	2,5	1,1	1,2	5,2
IV	50,3	46,4	11,1	5,3	3,8	26,1	22,2	1,6	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 I	46,3	42,9	10,2	4,1	4,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,3	0,8
II	47,3	43,7	10,5	4,7	4,0	24,6	21,2	1,4	3,6	2,4	1,2	0,4	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	1,1
IV	51,7	46,6	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 I	46,9	43,3	10,5	4,3	3,8	24,8	21,6	1,2	3,5	2,0	1,6	-4,0	-0,3
II	47,6	44,0	10,5	4,9	3,6	24,9	21,5	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,2	2,5
III	47,8	44,0	10,2	4,7	3,6	25,4	21,8	1,5	3,8	2,6	1,3	-3,4	0,2
IV	51,6	47,0	11,2	5,6	3,4	26,8	23,0	1,6	4,6	2,9	1,7	-1,7	1,7
2003 I	47,5	43,9	10,5	4,4	3,6	25,3	21,9	1,2	3,6	1,9	1,6	-4,7	-1,1
II	48,3	44,6	10,6	4,7	3,5	25,8	22,1	1,4	3,7	2,4	1,3	-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	-4,3	-0,9
IV	52,0	47,0	11,1	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	5,0	3,3	1,7	-1,9	1,3
2004 I	47,1	43,7	10,5	4,5	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,8	-1,5
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	46,9	43,4	10,2	4,6	3,3	25,4	21,8	1,4	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
IV	51,4	46,3	11,0	5,7	3,1	26,6	22,9	1,4	5,1	3,1	1,9	-1,2	1,9
2005 I	47,3	43,7	10,4	4,5	3,3	25,5	21,8	1,1	3,5	1,9	1,6	-4,2	-0,9
II	47,0	43,5	10,5	4,9	3,2	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,1	-1,9	1,3

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. Los ratios se han calculado utilizando datos del PIB, excluidos los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

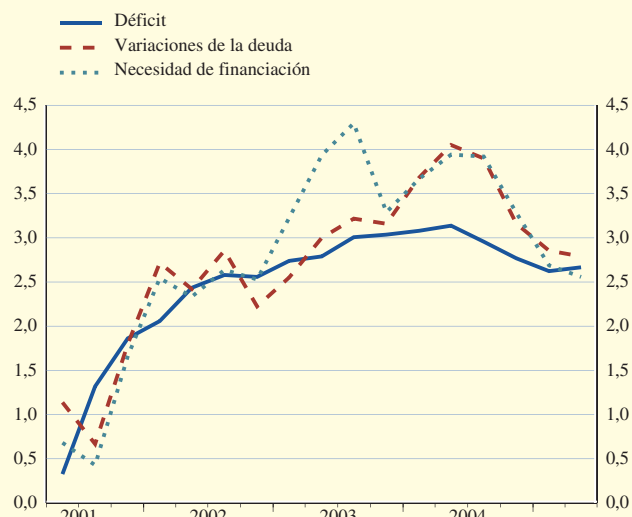
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Moneda y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2002 III	70,1	2,6	12,0	4,5	50,9
IV	69,3	2,7	11,9	4,6	50,0
2003 I	70,5	2,6	12,0	5,3	50,6
II	71,0	2,7	11,8	5,8	50,8
III	71,3	2,7	11,8	5,6	51,2
IV	70,5	2,1	12,6	4,9	50,9
2004 I	72,1	2,0	12,6	5,5	52,0
II	72,5	2,1	12,4	5,7	52,3
III	72,5	2,2	12,3	5,6	52,4
IV	70,9	2,2	12,1	4,8	51,9
2005 I	72,4	2,1	12,1	4,9	53,2
II	73,0	2,3	11,8	5,1	53,8

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Valores 6	Préstamos 7				Acciones y otras participaciones 8
2002 III	2,2	-3,4	-1,2	-2,4	-2,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,5	1,5
IV	-0,7	-1,7	-2,4	0,6	0,3	0,0	0,4	-0,1	-2,8	-0,2	2,1
2003 I	7,1	-4,7	2,4	2,9	1,9	0,2	0,5	0,3	-0,7	0,3	7,9
II	3,6	-1,4	2,2	3,2	2,3	0,0	0,1	0,9	-0,7	-0,3	4,3
III	3,0	-4,3	-1,2	-1,6	-1,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,4	3,0
IV	-0,8	-1,9	-2,6	-3,6	-2,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,8	0,1	-1,6
2004 I	9,1	-4,8	4,2	1,9	1,3	0,2	0,5	0,0	-0,1	2,4	9,2
II	5,0	-1,7	3,3	3,8	3,5	0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,2	5,4
III	2,5	-3,5	-1,0	-0,9	-1,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,3	2,9
IV	-3,4	-1,2	-4,6	-3,6	-2,7	-0,2	0,1	-0,7	0,4	-1,5	-3,8
2005 I	7,7	-4,2	3,5	2,2	1,8	0,4	0,1	0,0	1,1	0,2	6,6
II	4,7	-1,9	2,8	3,3	2,7	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,4	4,8

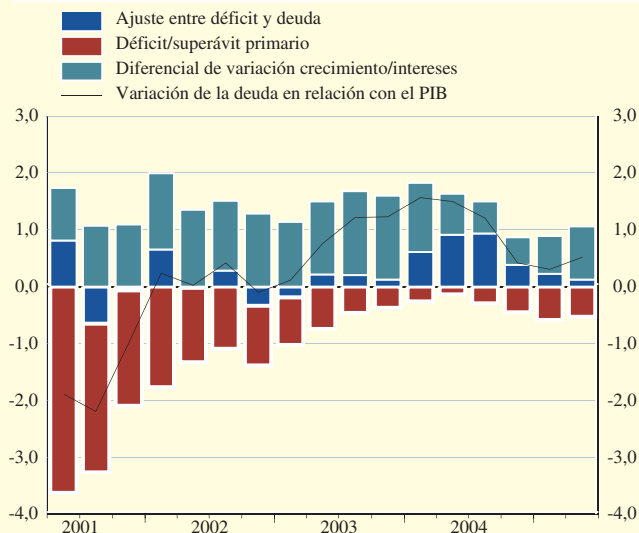
C26 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C27 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



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

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB (excluidos los SIFMI) en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

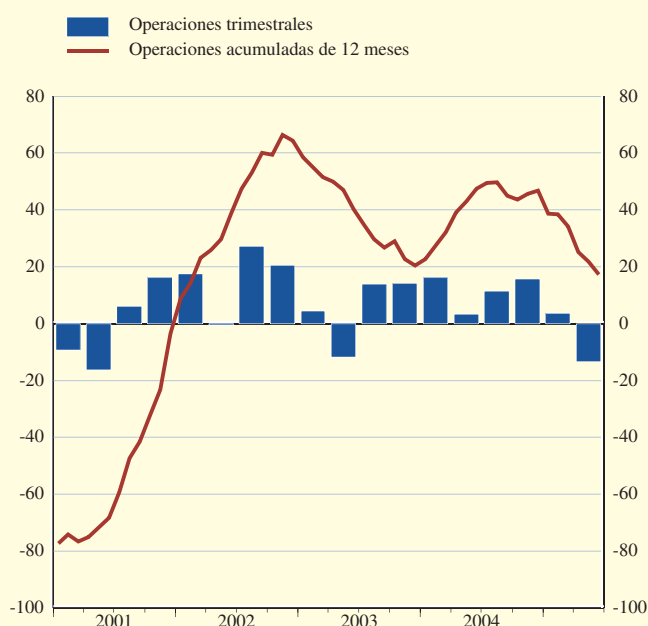
(mm de euros; operaciones netas)

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	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
II	-13,3	18,8	9,5	-25,5	-16,1	3,9	-9,4	46,0	-11,6	106,7	3,2	-55,3	3,1	-36,6
2004 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
Sép	-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	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
Feb	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
Mar	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
Abr	-10,7	4,0	2,6	-13,0	-4,3	0,2	-10,5	-11,5	-11,6	-14,5	-0,4	15,8	-0,8	22,0
May	-2,8	6,1	3,0	-6,7	-5,3	1,6	-1,2	39,5	8,2	19,7	0,6	8,5	2,6	-38,3
Jun	0,2	8,7	3,9	-5,8	-6,5	2,1	2,3	18,0	-8,2	101,5	3,0	-79,7	1,3	-20,3
Jul	1,3	9,9	3,8	-6,8	-5,6	0,9	2,2	-1,9	-81,2	75,3	0,7	0,8	2,4	-0,3
Ago	-2,9	1,1	1,8	-0,3	-5,6	0,8	-2,1	-1,4	-15,7	-16,1	-6,2	36,6	-0,1	3,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Ago	4,2	70,3	27,5	-33,8	-59,8	13,8	18,0	57,6	-169,3	242,3	-11,7	-15,8	12,1	-75,6

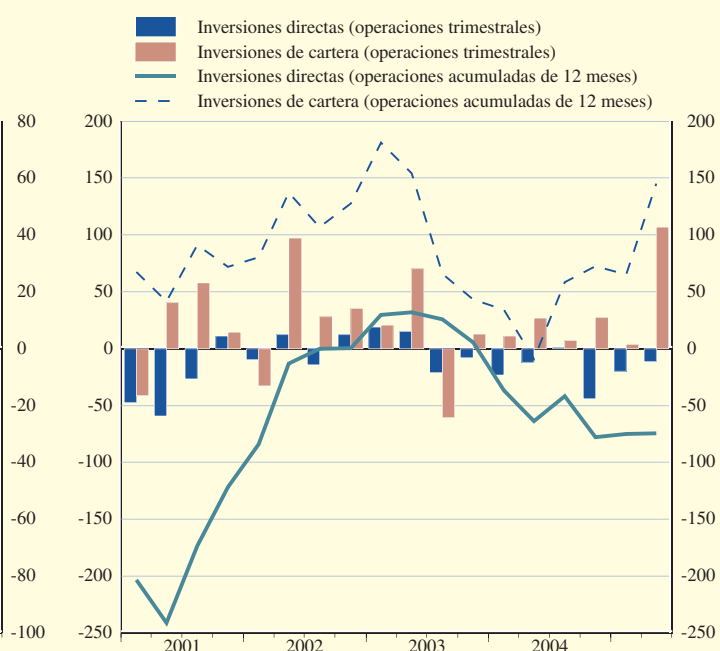
C28 Cuenta corriente

(mm de euros)



C29 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

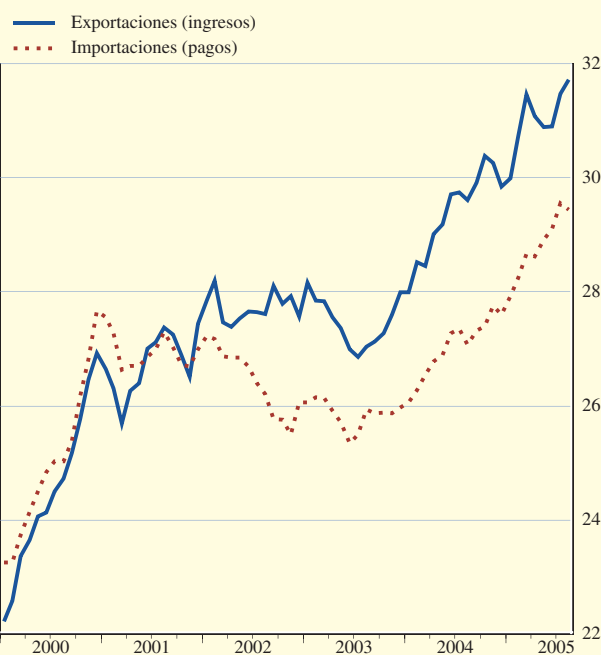
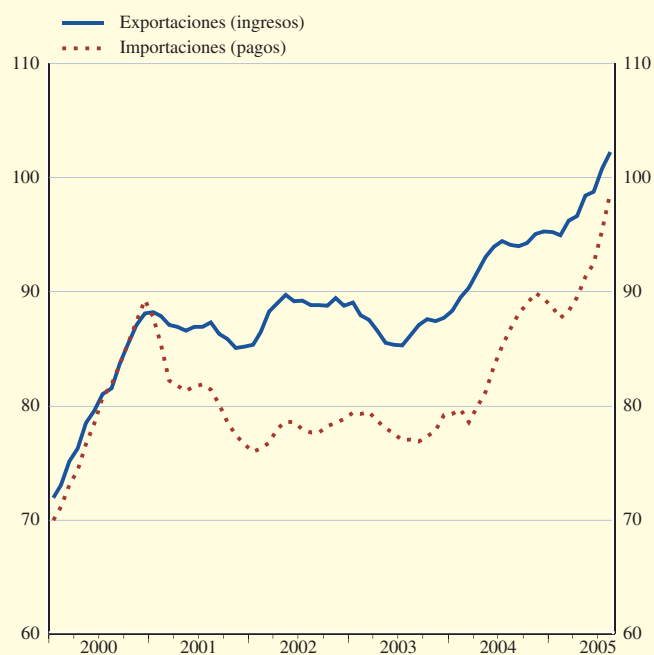
	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	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	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
II	496,7	510,0	-13,3	304,3	285,5	95,0	85,5	80,8	106,3	16,6	32,7	5,7	1,8
2005 Jun	173,1	172,9	0,2	105,7	97,0	33,7	29,8	28,1	33,9	5,6	12,1	2,6	0,6
Jul	167,2	165,9	1,3	103,5	93,7	35,3	31,5	23,3	30,0	5,1	10,7	1,3	0,5
Ago	160,0	163,0	-2,9	97,3	96,1	33,7	31,9	23,5	23,9	5,6	11,1	1,4	0,6
	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	472,9	467,2	5,8	288,7	265,0	94,4	86,0	69,2	76,4	20,7	39,7	.	.
II	486,3	484,4	2,0	296,3	277,4	92,7	87,3	75,3	85,7	22,0	33,9	.	.
2004 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	156,7	156,7	0,0	95,4	87,5	31,3	28,4	23,1	26,2	6,9	14,6	.	.
Feb	154,9	151,9	3,0	95,0	88,4	31,6	28,6	21,6	23,8	6,7	11,2	.	.
Mar	161,3	158,5	2,8	98,2	89,1	31,6	29,0	24,5	26,5	7,1	13,9	.	.
Abr	160,5	160,2	0,3	96,7	91,1	30,1	28,2	26,2	30,3	7,6	10,6	.	.
May	163,9	161,9	2,0	100,5	93,8	31,0	29,5	25,1	27,0	7,4	11,6	.	.
Jun	161,9	162,3	-0,4	99,2	92,6	31,6	29,6	24,1	28,3	7,1	11,7	.	.
Jul	165,4	170,0	-4,7	102,7	99,7	31,8	29,6	24,3	30,4	6,6	10,4	.	.
Ago	168,6	175,2	-6,6	104,9	103,9	31,7	29,1	25,2	29,7	6,8	12,4	.	.

C30 Bienes

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

C31 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 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	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
II	3,7	1,7	77,1	104,5	24,2	23,8	3,1	3,5	9,6	30,2	21,7	24,1	18,5	22,8

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	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
II	-27,0	-21,4	-2,1	-19,3	-5,7	0,0	-5,7	15,4	4,6	0,6	4,0	10,9	-0,1	11,0
2004 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	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
Feb	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
Mar	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
Abr	-16,0	1,5	-1,9	3,4	-17,5	0,0	-17,5	4,4	7,8	-0,1	7,9	-3,4	0,1	-3,5
May	8,5	-4,3	-0,6	-3,7	12,9	0,0	12,9	-0,4	-2,6	0,3	-2,9	2,2	0,0	2,2
Jun	-19,6	-18,5	0,4	-18,9	-1,1	0,0	-1,1	11,4	-0,6	0,4	-1,0	12,0	-0,3	12,3
Jul	-82,6	-74,8	-2,7	-72,0	-7,8	0,0	-7,8	1,4	3,6	0,2	3,4	-2,2	0,0	-2,2
Ago	-12,5	-4,5	-0,6	-4,0	-7,9	0,0	-7,9	-3,2	-3,2	0,1	-3,3	0,0	-0,1	0,0

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									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,9	-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
III	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
IV	0,0	-0,9	-19,9	-0,2	68,1	0,6	-20,7	-22,2	-0,5	32,0	-0,1	-12,6	4,8	4,3	-1,8
2005 I	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
II	0,0	21,7	-22,4	-0,6	27,6	-0,7	-40,5	-33,1	-0,1	155,7	-0,4	-9,7	-4,6	-2,3	13,1
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
Sep	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
Oct	0,0	-3,7	-10,6	-	14,6	0,3	-13,7	-5,1	-	11,7	-0,1	0,6	0,2	-	4,3
Nov	0,0	-9,1	-5,6	-	23,5	0,4	-5,9	-10,4	-	8,4	0,2	-14,5	5,0	-	-2,0
Dic	0,0	11,9	-3,6	-	30,0	-0,1	-1,1	-6,7	-	11,9	-0,1	1,3	-0,4	-	-4,2
2005 Ene	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
Feb	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
Mar	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
Abr	0,0	9,9	-5,3	-	-47,5	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,9	-0,3	-10,6	2,0	-	10,1
May	0,0	6,7	-15,5	-	22,8	-0,1	-16,1	-5,3	-	27,8	0,0	-2,4	-6,2	-	8,0
Jun	0,0	5,1	-1,6	-	52,3	0,2	-11,1	-17,2	-	75,9	0,0	3,4	-0,4	-	-5,1
Jul	-0,1	-3,5	-11,1	-	105,0	0,3	-1,8	-17,6	-	2,6	-0,6	0,4	-0,1	-	1,8
Ago	0,0	2,0	-4,7	-	23,0	-0,5	-5,9	-15,2	-	-9,9	0,3	-11,6	-1,0	-	7,7

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-288,7	277,9	0,1	7,3	-1,8	-1,9	-2,7	-259,6	246,5	-19,9	0,5	-239,7	246,0	-27,4	-5,4	26,8
2004 II	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
III	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
IV	-73,3	67,1	1,4	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,0	59,3	0,7	-0,8	-74,7	60,1	-4,1	7,8	5,7
2005 I	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
II	-160,4	105,1	-1,3	0,4	-7,4	-8,4	-1,8	-97,4	45,2	-18,7	22,2	-78,7	23,0	-54,3	13,2	61,3
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
Sep	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
Oct	-15,6	3,2	-0,2	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,7	-0,3	8,3	5,3	-18,0	-5,6	-7,7	-0,6	2,0
Nov	-66,6	109,5	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,0	97,3	-0,4	3,3	-59,6	94,1	-6,8	-1,5	9,1
Dic	8,9	-45,5	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,3	-37,8	-7,3	-9,4	2,9	-28,4	10,4	9,9	-5,3
2005 Ene	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
Feb	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
Mar	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
Abr	-120,3	136,1	0,1	-0,2	-5,1	-5,2	-2,1	-98,0	94,5	-9,1	0,0	-89,0	94,5	-17,2	11,6	43,9
May	-13,0	21,5	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	20,9	-3,4	10,9	20,9	10,0	-30,0	-4,2	0,4
Jun	-27,1	-52,6	-0,7	0,8	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,2	-6,2	11,3	-10,6	-81,5	-7,1	5,8	17,0
Jul	-40,4	41,2	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,8	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-5,4	-5,5	-0,5
Ago	29,0	7,5	0,2	1,0	6,3	8,6	0,6	24,8	0,4	-3,8	4,1	28,6	-3,6	-2,2	-1,8	5,5

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 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	4,4	1,7	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,2
II	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-6,8	1,6	-8,4	-0,5	0,0	-1,8	0,0

	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 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	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
II	-97,2	-0,2	44,0	1,2	-5,0	-47,3	-60,5	13,2	-2,0	1,1	58,6	1,6

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 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	1,1	-2,7	0,0	0,0
II	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,8	3,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

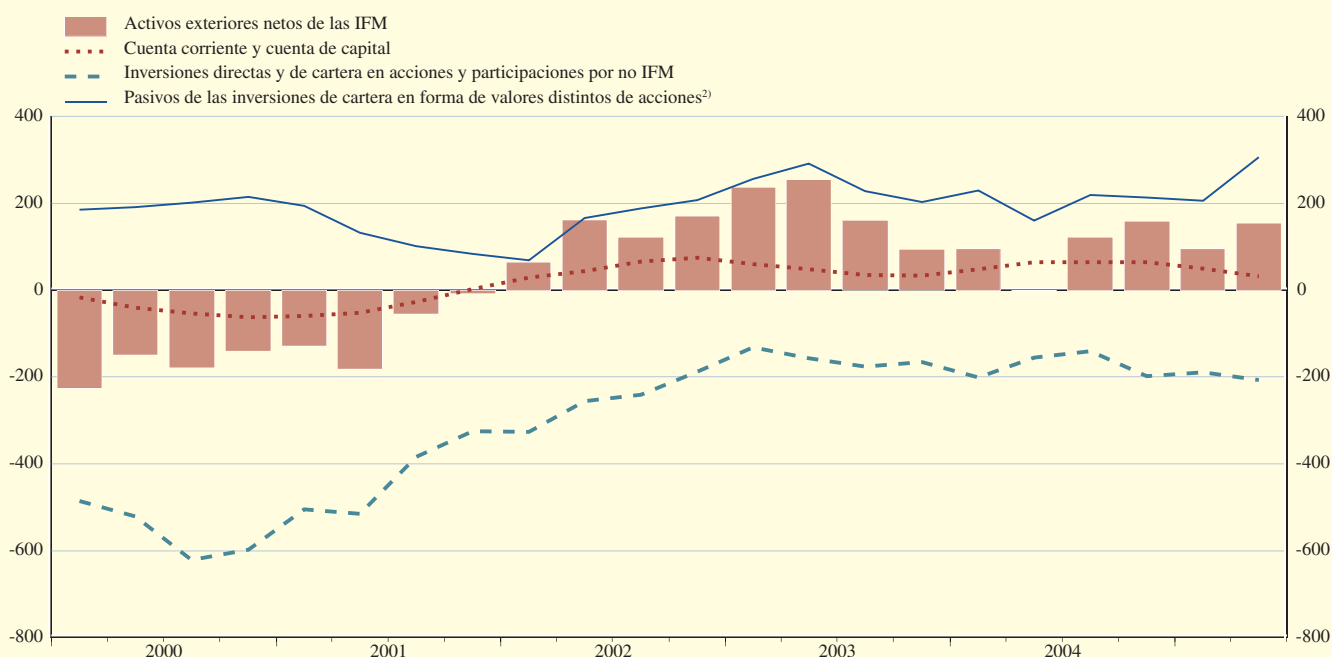
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 partici- paciones ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
2004 II	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,1
III	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,6
IV	21,7	-74,3	38,6	-37,4	75,5	16,8	-0,7	4,1	-4,8	3,7	43,3	57,2
2005 I	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,4	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,5	-26,5
II	-9,4	-25,0	15,6	-60,2	1,7	174,4	-61,7	59,5	3,2	-36,6	61,5	64,6
2004 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	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-17,4
Feb	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,6
Mar	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,6	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,8	-22,7
Abr	-10,5	-14,1	4,3	-13,9	-58,0	59,2	-22,4	41,8	-0,4	22,0	8,0	2,1
May	-1,2	9,1	-0,4	-27,0	11,1	33,8	-29,7	0,8	0,6	-38,3	-41,2	-39,5
Jun	2,3	-20,0	11,7	-19,3	48,6	81,4	-9,6	16,8	3,0	-20,3	94,7	102,0
Jul	2,2	-79,9	1,4	-28,8	112,0	2,6	-6,0	0,3	0,7	-0,3	4,3	4,1
Ago	-2,1	-11,9	-3,1	-21,0	24,6	-3,4	4,0	6,1	-6,2	3,5	-9,4	-1,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Ago	18,0	-226,5	74,1	-229,6	259,3	298,7	-112,0	89,7	-11,7	-75,6	84,4	132,5

C32 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					
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	1.889,3	696,9	39,2	62,3	375,1	160,7	59,5	24,7	49,2	129,8	322,2	666,5
Bienes	1.161,7	406,5	26,7	43,3	205,4	130,9	0,2	14,9	33,3	67,3	174,7	465,0
Servicios	367,4	131,2	7,1	10,0	92,2	17,6	4,3	5,1	10,4	35,7	73,7	111,4
Renta	277,9	98,8	5,0	8,5	68,8	10,9	5,6	4,2	5,3	20,6	67,3	81,7
de la cual: rentas de la inversión	262,8	93,8	4,9	8,3	67,3	10,8	2,5	4,1	5,3	14,4	65,8	79,4
Transferencias corrientes	82,4	60,4	0,4	0,5	8,7	1,3	49,4	0,5	0,2	6,2	6,5	8,5
Cuenta de capital	23,7	21,3	0,0	0,0	0,8	0,1	20,4	0,0	0,1	0,3	1,0	1,0
Pagos												
Cuenta corriente	1.872,0	612,2	34,3	58,5	295,4	136,3	87,7	19,2	81,1	122,2	281,2	755,9
Bienes	1.083,7	320,8	25,1	39,4	147,0	109,3	0,0	8,7	51,1	54,3	114,0	534,8
Servicios	339,2	103,6	5,9	7,7	68,9	20,9	0,1	5,1	7,2	29,9	73,1	120,4
Renta	306,4	94,3	2,9	10,4	72,0	4,6	4,4	3,9	22,5	32,9	85,5	67,3
de la cual: rentas de la inversión	299,8	91,1	2,8	10,4	71,0	2,5	4,4	3,8	22,4	32,3	84,6	65,6
Transferencias corrientes	142,7	93,6	0,3	0,9	7,6	1,6	83,2	1,6	0,3	5,2	8,6	33,4
Cuenta de capital	8,7	0,9	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,5	6,9
Neto												
Cuenta corriente	17,4	84,7	5,0	3,8	79,7	24,4	-28,2	5,4	-31,9	7,5	41,0	-89,4
Bienes	77,9	85,7	1,6	3,9	58,4	21,6	0,2	6,2	-17,9	13,0	60,7	-69,8
Servicios	28,2	27,6	1,2	2,2	23,3	-3,3	4,2	0,0	3,2	5,8	0,6	-9,0
Renta	-28,4	4,5	2,1	-2,0	-3,2	6,4	1,2	0,3	-17,2	-12,3	-18,1	14,4
de la cual: rentas de la inversión	-37,0	2,7	2,1	-2,0	-3,7	8,3	-1,9	0,3	-17,1	-18,0	-18,8	13,8
Transferencias corrientes	-60,3	-33,2	0,1	-0,3	1,2	-0,3	-33,8	-1,1	-0,1	1,0	-2,1	-24,9
Cuenta de capital	15,0	20,4	0,0	0,0	0,3	-0,1	20,3	-0,1	0,1	-0,1	0,5	-5,9

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						
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-74,6	-30,4	2,6	-0,9	-31,0	-1,1	0,0	-1,8	-3,6	20,0	8,3	-38,7	-28,5
En el exterior	-158,5	-73,9	0,1	-4,8	-49,5	-19,6	0,0	1,2	-6,2	8,5	-7,8	-44,0	-36,3
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-153,3	-63,7	-2,5	-1,4	-36,8	-22,9	0,0	1,7	-5,8	1,9	-19,9	-43,3	-24,1
Otro capital	-5,2	-10,1	2,6	-3,4	-12,7	3,3	0,0	-0,5	-0,3	6,6	12,1	-0,7	-12,2
En la zona del euro	83,8	43,5	2,5	4,0	18,5	18,6	0,0	-3,0	2,6	11,6	16,1	5,3	7,8
Acc. y particip/ beneficios reinv.	67,9	37,8	-0,5	2,7	34,6	1,0	0,0	-4,0	0,8	6,7	15,7	8,9	2,0
Otro capital	15,9	5,7	3,0	1,2	-16,1	17,6	0,0	0,9	1,8	4,9	0,4	-3,6	5,7

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						
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-348,2	-157,9	-4,8	-5,2	-118,9	-20,0	-9,0	-3,5	-36,0	0,5	-41,1	-58,1	-52,1
Acciones y participaciones	-76,2	-23,5	0,5	-1,2	-20,0	-2,7	-0,1	-1,9	-10,1	-0,1	-5,5	-16,9	-18,1
Valores distintos de acciones	-272,0	-134,4	-5,3	-4,0	-98,9	-17,4	-8,9	-1,6	-25,9	0,6	-35,5	-41,1	-34,0
Bonos y obligaciones	-228,6	-104,9	-3,4	-5,5	-69,1	-18,1	-8,7	-2,0	-15,9	0,5	-51,5	-21,4	-33,4
Inst. del mercado monetario	-43,4	-29,6	-1,9	1,6	-29,8	0,7	-0,1	0,4	-10,0	0,1	16,0	-19,8	-0,6

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							
III 2004 a II 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-24,6	-79,8	3,8	-0,8	-78,7	-10,7	6,6	-2,5	13,4	-0,9	36,0	-24,9	2,0	32,1
Activos	-422,2	-320,3	-9,2	-4,6	-283,2	-21,2	-2,1	-3,6	7,9	-9,9	-29,9	-44,2	-3,2	-19,1
AAPP	0,3	-0,7	-1,3	-0,1	-0,1	1,4	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,8	3,2
IFM	-323,3	-232,0	-6,2	-1,8	-200,3	-22,1	-1,5	-2,8	8,6	-8,3	-35,8	-30,3	-1,4	-21,3
Otros sectores	-99,1	-87,5	-1,7	-2,6	-82,7	-0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-1,5	5,9	-13,9	-0,1	-0,9
Pasivos	397,5	240,5	13,0	3,8	204,5	10,5	8,8	1,1	5,5	8,9	65,9	19,3	5,2	51,2
AAPP	-1,0	0,3	0,0	0,0	-0,7	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	-1,0	0,0	-0,5	0,8
IFM	318,9	171,1	13,0	2,9	141,7	8,7	4,7	0,5	5,1	8,0	50,0	15,6	5,7	62,9
Otros sectores	79,6	69,1	0,1	0,8	63,5	1,8	3,0	0,5	1,0	1,0	16,9	3,6	-0,1	-12,5

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 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	-959,3	-12,2	89,2	-1.071,1	-21,3	-241,0	285,0
II	-1.010,5	-12,8	113,5	-1.226,1	-13,5	-186,7	302,3
Activos: saldos vivos							
2001	7.628,1	110,8	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	101,9	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,0	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 III	8.429,8	110,6	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
IV	8.525,7	111,8	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 I	9.115,6	115,7	2.324,0	3.141,0	174,3	3.191,2	285,0
II	9.683,3	122,9	2.378,1	3.355,3	197,7	3.449,9	302,3
Pasivos: saldos vivos							
2001	8.026,9	116,6	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,6	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 III	9.143,9	120,0	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
IV	9.399,8	123,3	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 I	10.074,8	127,9	2.234,8	4.212,2	195,6	3.432,3	-
II	10.693,8	135,7	2.264,6	4.581,4	211,2	3.636,6	-

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 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	1.858,6	145,3	1.713,3	465,3	1,2	464,2	1.640,0	46,1	1.593,9	594,7	3,7	591,0
II	1.908,5	152,1	1.756,4	469,6	1,2	468,4	1.655,1	47,2	1.608,0	609,5	3,7	605,8

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				Activos					
	Eurosistema					Eurosistema				Eurosistema					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Pasivos	
1	2	AAPP	Otros sectores	6	7	AAPP	Otros sectores	11	12	AAPP	Otros sectores	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 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	2,1	104,2	17,1	1.180,5	1.862,5	6,1	582,4	10,1	950,3	2.078,1	0,5	223,9	4,1	59,7	271,6
II	2,5	88,1	18,8	1.266,5	2.002,9	6,9	643,4	10,2	1.006,5	2.283,8	0,9	242,0	6,5	63,0	294,6

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

	Eurosisistema				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 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	3,8	0,1	77,5	0,2	1,4	55,3	49,1	6,2	40,8	0,0	43,7	2,4
II	5,0	0,2	78,9	0,2	1,4	62,2	47,7	14,5	42,3	0,0	42,0	3,1

	IFM (excluido el Eurosisistema)				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 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	2.117,3	58,5	2.662,9	60,8	177,6	625,0	259,7	365,3	111,4	116,7	411,6	56,4
II	2.277,6	66,4	2.780,1	72,5	184,4	681,7	325,8	355,9	128,6	116,4	480,5	62,8

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva								Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones	Instrum. del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosisistema																
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	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
II	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
2005 Jul	296,3	135,2	381,223	4,2	14,7	142,1	8,3	29,2	104,9	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-16,3
Ago	295,7	135,2	380,520	4,2	14,2	142,1	9,1	29,1	104,2	-	-	-	-0,3	0,0	24,0	-18,1
Sep	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,2	10,8	27,3	106,3	-	-	-	-0,2	0,0	24,0	-19,5
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
II	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
2005 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
Sep	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,8	505,9	235,1	289,2	932,5	1.016,8	579,1	178,8	228,4	740,9	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,9	309,5	949,2	984,5	559,5	163,3	234,3	717,4	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,9	500,9	222,8	300,4	925,2	989,9	553,8	164,2	240,9	716,4	109,0
2004	8,7	9,1	1.145,4	543,0	244,8	311,8	989,0	1.072,8	599,1	181,8	253,7	761,2	129,0
2004 I	4,9	0,2	278,6	131,7	59,9	76,4	241,9	254,5	139,8	43,0	63,1	183,3	26,4
II	12,1	9,5	287,2	135,6	61,1	79,5	246,8	264,2	147,0	46,1	63,2	187,7	29,7
III	8,9	14,5	288,0	137,4	61,3	78,4	248,8	275,4	155,5	45,6	63,3	193,0	36,3
IV	8,9	12,4	291,6	138,3	62,4	77,5	251,4	278,6	156,8	47,1	64,2	197,2	36,6
2005 I	3,5	8,8	292,0	137,6	61,9	77,4	255,5	279,2	155,1	44,7	63,6	197,6	36,0
II	6,5	10,8	302,0	142,5	63,3	79,9	258,8	292,3	163,2	48,5	64,4	201,8	39,9
2005 Mar	0,6	7,3	97,6	46,0	20,8	26,0	86,0	94,3	54,0	15,1	21,5	66,8	13,7
Abr	5,1	10,6	99,7	47,4	21,0	26,3	85,8	96,8	53,6	16,3	21,1	66,4	13,4
May	7,4	13,4	101,3	47,4	21,0	26,5	86,9	98,0	54,9	15,5	21,7	68,1	13,0
Jun	7,0	8,7	101,1	47,7	21,4	27,1	86,0	97,5	54,6	16,7	21,6	67,3	13,5
Jul	3,0	9,1	103,0	47,4	22,3	26,9	89,0	102,0	56,7	16,4	21,6	70,4	14,5
Ago	13,8	20,4	106,5	50,0	23,2	28,7	92,0	107,2	62,4	17,9	23,4	74,7	17,1
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	99,1	99,3	96,3	100,5	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,9	89,6	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,6	6,4	117,8	114,4	119,9	119,3	117,3	107,8	103,0	107,2	117,3	106,1	105,2
2004 I	7,8	5,0	116,0	112,9	117,9	117,9	115,8	106,5	102,6	101,3	117,3	103,6	101,4
II	11,6	6,3	118,0	114,5	119,4	121,2	117,0	106,8	102,4	107,9	116,8	104,7	101,0
III	7,6	8,3	117,6	114,9	119,4	119,7	117,4	108,5	103,9	107,1	116,5	106,8	113,7
IV	7,6	5,9	119,5	115,2	122,9	118,5	118,9	109,3	102,9	112,5	118,5	109,4	104,7
2005 I	1,4	2,5	119,1	113,6	121,9	117,9	120,0	110,2	102,7	108,2	116,9	109,5	105,8
II	4,7	4,7	122,0	116,5	124,3	121,1	121,2	111,7	103,0	115,9	118,0	111,2	101,8
2005 Mar	-1,6	-0,3	118,9	113,4	123,5	118,4	120,8	109,9	104,6	108,6	118,5	110,6	112,2
Abr	3,1	3,7	121,0	116,2	123,2	119,9	120,5	111,6	102,0	117,9	117,1	110,6	102,7
May	6,1	8,5	123,3	117,1	123,7	120,9	122,5	114,0	106,0	112,2	119,1	113,0	106,1
Jun	4,8	2,3	121,6	116,1	125,9	122,4	120,4	109,4	100,9	117,7	117,8	109,9	96,7
Jul	0,5	0,7	123,4	114,9	130,4	121,4	124,3	111,4	100,4	115,3	117,6	115,2	96,2
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	95,8	94,8	94,0	98,8	95,3	93,4	92,2	92,6	97,3	94,9	84,8
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,6	97,2	93,4	97,9	96,2	95,8
III	1,3	5,8	97,7	97,2	94,9	99,8	96,7	99,2	101,3	93,0	98,4	97,0	104,1
IV	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,6	96,5	99,6	103,1	91,4	98,1	96,8	113,8
2005 I	2,1	6,0	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,0	102,3	90,4	98,5	96,9	110,9
II	1,7	5,8	98,7	99,4	94,2	100,6	97,5	102,3	107,3	91,4	98,7	97,4	127,8
2005 Mar	2,2	7,7	98,2	99,0	93,6	100,4	97,4	100,6	104,7	91,0	98,7	97,3	119,7
Abr	1,9	6,7	98,5	99,4	94,4	100,3	97,5	101,7	106,7	90,7	98,0	96,7	127,6
May	1,2	4,5	98,2	98,8	93,9	100,3	97,1	100,8	105,3	90,5	98,8	97,1	119,7
Jun	2,1	6,2	99,4	100,1	94,3	101,3	97,8	104,4	109,9	92,8	99,4	98,5	136,1
Jul	2,5	8,3	99,8	100,6	94,7	101,1	98,0	107,3	114,6	93,4	99,8	98,4	147,7
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2001	1.062,8	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,4	49,9	93,5
2002	1.083,7	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	100,3
2003	1.059,9	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	100,8
2004	1.145,4	25,6	41,8	203,6	126,9	35,6	66,1	31,8	173,4	40,3	33,1	149,9	63,6	40,2	113,5
2004 I	278,6	6,2	10,1	49,8	31,2	8,1	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,8	15,2	9,6	27,4
II	287,2	6,3	10,4	51,0	31,6	9,1	16,3	8,2	43,9	10,7	8,0	37,0	15,9	9,9	28,8
III	288,0	6,4	10,5	51,6	31,2	9,3	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,5	16,6	10,3	27,0
IV	291,6	6,6	10,8	51,2	32,9	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,6	16,0	10,5	30,3
2005 I	292,0	6,7	10,9	50,0	33,1	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	38,9	17,0	11,0	27,0
II	302,0	7,0	11,2	50,0	34,2	10,6	16,9	8,1	45,5	9,9	8,4	40,5	17,1	11,2	31,5
2005 Mar	97,6	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	8,8
Abr	99,7	2,3	3,7	16,6	11,4	3,4	5,6	2,8	15,0	3,3	2,9	13,8	5,6	3,9	9,4
May	101,3	2,4	3,7	16,9	11,3	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,0	3,7	10,8
Jun	101,1	2,4	3,7	16,6	11,6	3,7	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,2
Jul	103,0	2,4	3,8	16,8	11,5	3,4	5,7	2,8	15,1	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,5
Ago	106,5	2,6	3,7	18,0	11,7	4,0	6,2	3,0	15,7	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,0
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
Importaciones (c.i.f.)															
2001	1.016,8	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	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	989,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,4	52,2	141,4	68,9	39,8	84,2
2004	1.072,8	24,4	39,5	142,4	107,4	56,3	53,4	22,8	113,6	92,0	53,9	163,1	72,6	45,0	86,1
2004 I	254,5	6,0	9,5	34,3	27,0	12,3	12,8	5,0	26,4	20,7	13,6	36,6	16,6	10,8	22,9
II	264,2	5,9	9,9	34,9	26,2	13,6	13,2	5,7	29,8	22,5	13,1	40,9	17,3	11,0	20,4
III	275,4	6,2	10,0	37,0	26,7	14,6	13,6	6,0	28,7	23,6	13,8	42,5	19,1	11,6	21,9
IV	278,6	6,3	10,1	37,0	27,5	15,8	13,8	6,1	28,7	25,2	13,5	43,0	19,8	11,7	20,9
2005 I	279,2	6,2	10,0	35,7	26,9	16,7	13,5	6,2	29,0	26,6	13,0	40,6	20,1	12,0	22,7
II	292,3	6,5	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,7	12,5	45,8	21,6	11,8	23,0
2005 Mar	94,3	2,1	3,4	12,0	8,7	6,0	4,5	2,1	9,8	9,2	4,5	13,7	7,3	4,0	6,9
Abr	96,8	2,1	3,4	12,5	9,3	5,7	4,6	2,0	10,0	8,9	4,1	14,7	7,0	3,9	8,5
May	98,0	2,3	3,4	12,1	10,0	6,0	4,8	2,1	9,9	9,5	4,3	15,0	7,5	3,9	7,3
Jun	97,5	2,1	3,4	12,0	9,6	5,8	4,9	1,8	10,0	9,4	4,1	16,2	7,1	3,9	7,2
Jul	102,0	2,0	3,5	12,7	9,6	5,7	5,0	2,0	10,1	9,9	4,4	15,6	7,7	4,1	9,6
Ago	107,2	2,3	3,6	13,0	9,5	6,7	5,0	2,1	10,3	10,1	4,7	17,4	9,7	5,0	7,9
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,3	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
Saldo															
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	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	70,0	1,1	1,7	55,9	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-5,9	-9,4	-1,8	16,5
2004	72,6	1,2	2,3	61,2	19,5	-20,7	12,7	8,9	59,8	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,4
2004 I	24,1	0,2	0,7	15,5	4,3	-4,2	2,7	2,9	16,1	-11,0	-5,2	0,2	-1,4	-1,2	4,5
II	23,0	0,5	0,6	16,1	5,4	-4,5	3,1	2,6	14,1	-11,8	-5,0	-4,0	-1,3	-1,1	8,4
III	12,5	0,2	0,5	14,5	4,5	-5,3	3,5	1,9	14,5	-13,8	-5,3	-4,0	-2,5	-1,3	5,1
IV	13,1	0,3	0,6	15,0	5,4	-6,7	3,3	1,6	15,1	-15,2	-5,3	-5,4	-3,8	-1,2	9,4
2005 I	12,8	0,5	0,9	14,3	6,2	-6,9	4,0	1,7	14,5	-16,3	-4,5	-1,6	-3,0	-1,0	4,3
II	9,8	0,6	0,9	13,5	5,3	-6,9	2,5	2,3	15,6	-17,8	-4,1	-5,4	-4,5	-0,6	8,5
2005 Mar	3,4	0,1	0,3	4,6	2,3	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,7	-1,6	-0,9	-1,3	-0,4	1,9
Abr	2,9	0,2	0,3	4,1	2,1	-2,3	1,0	0,8	5,1	-5,6	-1,2	-0,9	-1,5	0,0	1,0
May	3,2	0,1	0,3	4,8	1,3	-2,4	0,9	0,6	5,2	-6,2	-1,6	-1,7	-1,4	-0,2	3,5
Jun	3,7	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,2	0,6	0,8	5,3	-6,0	-1,3	-2,8	-1,6	-0,4	4,1
Jul	1,0	0,3	0,2	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,8	5,0	-6,3	-1,6	-1,1	-1,8	0,0	0,9
Ago	-0,7	0,3	0,1	5,0	2,1	-2,7	1,1	1,0	5,4	-6,4	-1,8	-2,9	-3,1	-1,0	2,2

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



TIPOS DE CAMBIO

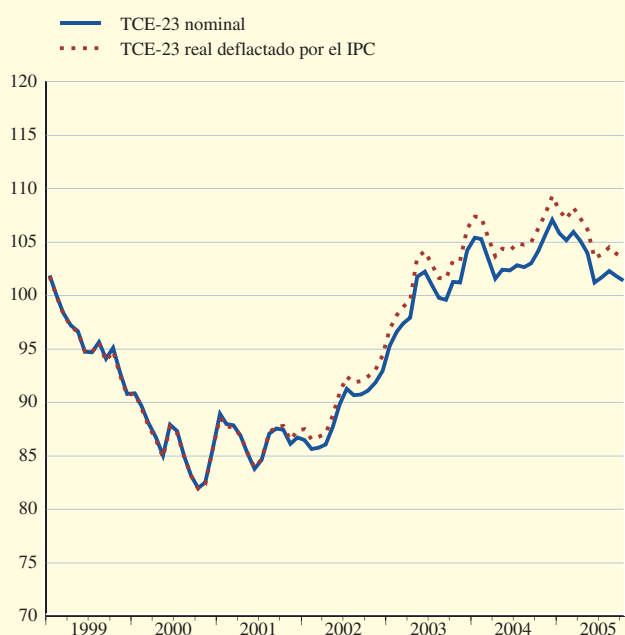
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, 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	105,2	105,4	102,6	103,1	111,0	105,4	
2004 III	102,8	104,9	104,3	104,5	100,8	102,2	110,1	104,5	
IV	105,7	107,7	106,6	107,0	104,6	104,6	113,0	107,1	
2005 I	105,7	107,8	107,0	107,0	103,3	104,3	112,6	106,5	
II	103,4	105,6	104,2	104,8	100,7	102,7	110,1	104,1	
III	101,9	104,1	102,4	-	-	-	108,3	102,3	
2004 Oct	104,2	106,2	105,2	-	-	-	111,5	105,7	
Nov	105,6	107,6	106,4	-	-	-	113,1	107,1	
Dic	107,1	109,3	108,2	-	-	-	114,4	108,5	
2005 Ene	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9	
Feb	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,8	
Mar	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,8	
Abr	105,1	107,2	105,9	-	-	-	111,9	105,8	
May	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6	
Jun	101,2	103,5	102,2	-	-	-	107,6	101,9	
Jul	101,7	103,8	102,3	-	-	-	108,0	102,0	
Ago	102,3	104,5	102,9	-	-	-	108,7	102,7	
Sep	101,8	103,9	101,9	-	-	-	108,2	102,2	
Oct	101,4	103,5	101,4	-	-	-	107,8	101,7	
			% variación sobre mes anterior						
2005 Oct	-0,4	-0,4	-0,5	-	-	-	-0,4	-0,5	
			% variación sobre año anterior						
2005 Oct	-2,7	-2,5	-3,6	-	-	-	-3,4	-3,8	

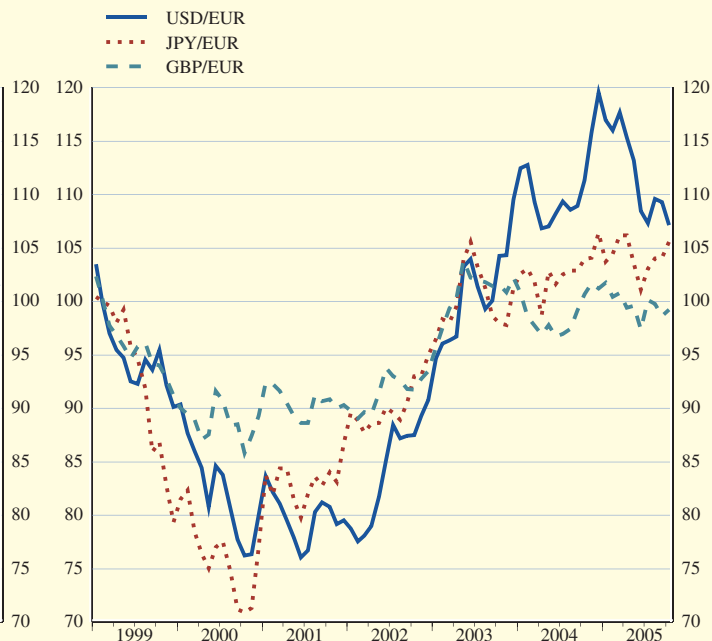
C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C34 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 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
Oct	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1,256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Oct	0,0	0,9	0,6	-2,0	1,5	0,0	-0,4	-2,0	-1,3	-2,1	0,3	-0,4
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Oct	0,3	4,0	-1,5	-3,8	1,5	0,4	-11,9	-4,2	-3,0	-9,3	-4,9	-6,5
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Nuevo leu rumano ¹⁾ 24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31,270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
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 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
Oct	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Oct	1,2	0,0	0,0	0,1	0,0	2,4	0,0	0,2	0,0	1,2	0,0	2,6
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Oct	-5,8	0,0	-0,5	4,1	0,0	2,1	-0,1	-9,2	-0,2	-2,7	0,0	-
	Yuan renminbi chino ²⁾ 25	Kuna croata ²⁾ 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia ²⁾ 28	Ringgit malasio ²⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino ²⁾ 31	Rublo ruso ²⁾ 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés ²⁾ 34	Nueva lira turca ³⁾ 35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8,785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1,439,680	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9,685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1,694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11,127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1,777,052	
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 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	
Oct	9,7189	7,3822	73,29	12,118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
<i>% variación sobre mes anterior</i>												
2005 Oct	-2,0	-0,8	-3,8	-3,4	-1,9	-1,7	-2,9	-1,3	1,5	-2,3	-0,6	
<i>% variación sobre año anterior</i>												
2005 Oct	-6,0	-2,0	-16,3	6,6	-4,5	-5,8	-5,2	-5,4	-0,9	-4,7	-	

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
IAPC													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,4	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	7,5	1,0	1,3
2005 I	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,8	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	2,6	0,5	1,9
III	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,7	2,3	2,2	0,9	2,4
2005 May	0,9	1,3	2,9	2,1	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,4	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	2,6	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	2,1	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
Sep	2,0	2,4	4,9	2,1	7,4	2,6	3,6	2,0	1,8	3,2	2,3	1,1	2,5
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB¹⁾													
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	-3,9	-2,1	-3,1	1,6		-3,1
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB¹⁾													
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
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2005 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
Sep	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2005 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
Sep	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
PIB real													
2003	3,2	0,6	6,7	1,9	7,2	10,6	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,1	7,8	3,7	8,3	6,0	4,2	0,4	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2005 I	4,7	2,1	7,2	3,8	7,4	4,6	3,8	0,2	3,8	2,8	5,1	2,2	1,7
II	5,1	3,0	9,9	3,5	11,6	7,1	4,0	2,4	1,0	4,7	5,1	2,1	1,5
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-2,4	-7,5	-6,4	-8,7	-6,1	-2,2	-1,0	-0,5	7,4	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-4,9	-12,0	-6,4	-8,5	-8,5	-4,0	-2,5	-3,1	8,3	-1,8
2004 IV	-7,8	0,5	-16,3	-17,4	-9,5	-3,5	-7,5	-17,2	-1,6	-3,8	-3,6	7,0	-0,9
2005 I	2,9	4,3	-9,5	-13,6	-9,4	-3,7	-6,9	-7,7	-1,1	-1,7	-2,2	8,5	-2,0
II	-4,0	5,7	-9,2	1,5	-10,0	-6,7	-7,2	-7,1	-0,8	0,4	-11,3	7,2	-1,7
Costes laborales unitarios													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,3	3,2
2004	1,2	1,1	3,0	-	8,8	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,7	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	2,7	2,4	-	.	.	.	-	.	.	3,6	0,0	3,1
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	4,9
2004	8,3	5,4	9,2	5,2	9,8	10,9	6,0	7,6	18,8	6,0	18,2	6,4	4,7
2005 I	8,0	5,1	8,0	6,0	9,5	9,2	6,9	8,0	18,2	5,7	16,9	6,3	4,6
II	7,8	5,0	7,8	5,9	9,1	8,6	7,1	8,2	18,0	5,8	16,5	.	4,6
III	.	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,9	17,7	5,8	16,4	.	.
2005 May	7,8	5,0	7,8	6,0	9,1	8,6	7,1	8,2	17,9	5,8	16,5	.	4,7
Jun	7,8	4,9	7,7	6,2	9,0	8,4	7,1	8,0	17,9	5,8	16,5	.	4,6
Jul	7,7	4,9	7,5	6,2	8,9	8,2	7,1	7,9	17,8	5,8	16,4	.	4,6
Ago	7,7	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,3	.	.
Sep	.	4,7	7,1	6,4	8,8	7,6	7,2	7,8	17,7	5,8	16,4	.	.

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

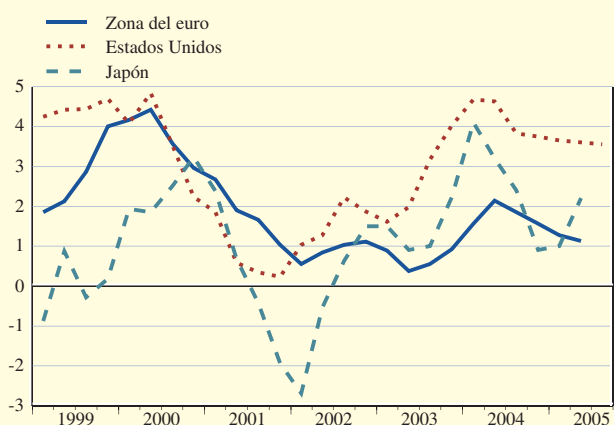
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,2	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	2,9	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-2,9	4,2	4,9	5,5	5,1	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	3,8	.	3,6	3,1	5,0	6,1	3,77	4,21	1,2199	.	.
2005 Jun	2,5	-	-	3,6	5,0	5,1	3,43	4,00	1,2165	-	-
Jul	3,2	-	-	3,0	5,0	5,4	3,61	4,16	1,2037	-	-
Ago	3,6	-	-	3,2	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
Sep	4,7	-	-	3,0	5,1	6,6	3,91	4,19	1,2256	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	4,17	4,45	1,2015	-	-
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 I	-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	-0,3	.	.	0,0	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
2005 Jun	-0,5	0,6	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
Jul	-0,3	2,8	-	-2,3	4,4	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
Ago	-0,3	.	-	1,5	4,3	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
Sep	-0,3	.	-	1,0	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
Oct	.	.	-	.	.	.	0,06	1,54	138,05	-	-

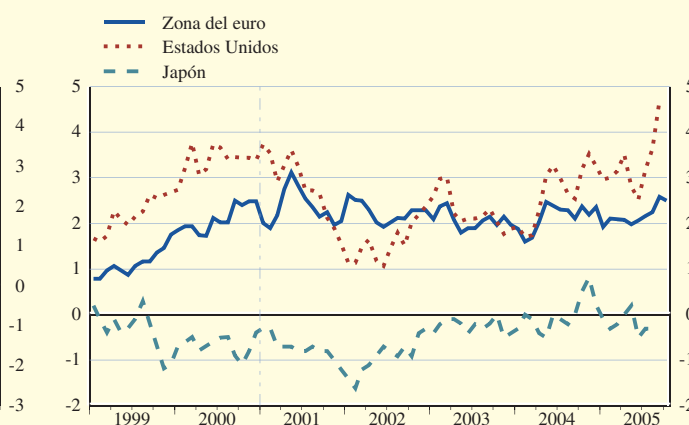
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

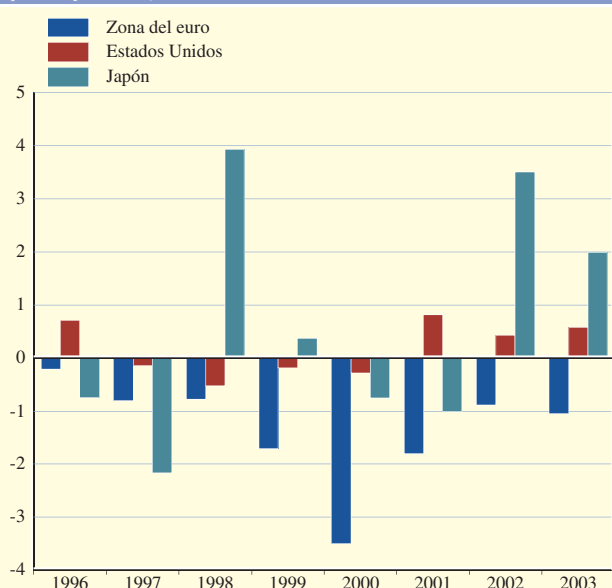
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector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

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

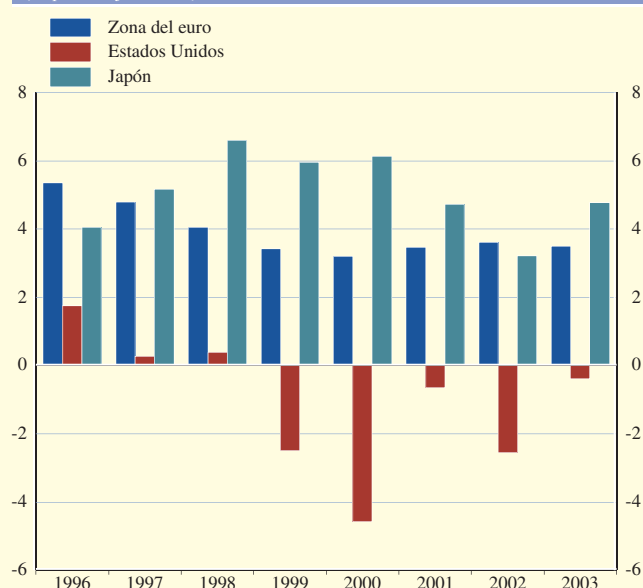
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	5,0	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

C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras
(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾
(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto 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	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S54
C27	Deuda según los criterios Maastricht	S54
C28	Cuenta corriente	S55
C29	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C30	Bienes	S56
C31	Servicios	S56
C32	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C33	Tipos de cambio efectivos	S67
C34	Tipos de cambio bilaterales	S67
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C36	Índices de precios de consumo	S70
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período 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 EURO¹

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

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

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se derivan 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 derivan 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, excluyen

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

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

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

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

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 nominales. 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 nominales 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 y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

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

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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

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 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de noviembre 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 posiciones 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 variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la

sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

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

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

(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 financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las

dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

tido 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 los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. 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 de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos 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 netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en

la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de 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 que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas para más información.

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 en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes

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

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

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

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Uni-

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

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos

pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n.º 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) n.º 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. 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 re-

ferencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

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

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 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 exce-

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

sivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁸, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros de conformidad con los Reglamentos (CE) n.º 501/2004 y 1222/2004 y de datos proporcionados por los bancos centrales nacionales.

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)⁹, 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.cmfb.org). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales. El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente.

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la

zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en 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 sep-

tiembre 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, calculados por el BCE sobre la base de las medias pondera-

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



9 DE ENERO DE 2003

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

23 DE ENERO DE 2003

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

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

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

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

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

6 DE FEBRERO DE 2003

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

6 DE MARZO DE 2003

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

3 DE ABRIL DE 2003

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

8 DE MAYO DE 2003

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

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

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

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

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

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

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

5 DE JUNIO DE 2003

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

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

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

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

12 DE ENERO DE 2004

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

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de veni-

miento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

**1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO,
5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE,
4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004,
Y 13 DE ENERO DE 2005**

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

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

**3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL, 4 DE MAYO, 2
DE JUNIO, 7 DE JULIO, 4 DE AGOSTO, 1 DE SEPTIEMBRE,
6 DE OCTUBRE Y 3 DE NOVIEMBRE 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 agosto y octubre 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.
- «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», noviembre 2005.
- «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», noviembre 2005.
- «Las relaciones económicas y financieras entre la zona del euro y Rusia», noviembre 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por un equipo dirigido por A. Enria y formado por L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.

- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. 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.
- 38 «Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature», por M. G. Briotti, octubre 2005.
- 39 «Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004», por A. Annenkov y C. Madaschi, octubre 2005.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 531 «Market power, innovative activity and exchange rate pass-through in the euro area», por S. N. Brissimis y T. S. Kosma, octubre 2005.
- 532 «Intra- and extra-euro area import demand for manufactures», por R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny y N. Sousa, octubre 2005.
- 533 «Discretionary policy, multiple equilibria and monetary instruments», por A. Schabert, octubre 2005.
- 534 «Time-dependent or state-dependent price-setting? Micro-evidence from German metal-working industries», por H. Stahl, octubre 2005.
- 535 «The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence», por S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl y A. C. J. Stokman, octubre 2005.
- 536 «Heterogeneity in consumer price stickiness: a microeconomic investigation», por D. Fougère, H. Le Bihan y P. Sevestre, octubre 2005.

537 «Global inflation», por M. Ciccarelli y B. Mojon, octubre 2005.

538 «The price-setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data», por L. J. Álvarez e I. Hernando, octubre 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.

«EU banking structures», octubre 2005.

«EU banking sector stability», octubre 2005.

«Second progress report on TARGET2», octubre 2005.
«Legal aspects of the European System of Central Banks», octubre 2005.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.
«TARGET - the current system», septiembre 2004.
«TARGET - the current system» (actualización 2005), agosto 2005.
«TARGET2 - the future TARGET system» (actualización 2005), agosto 2005.
«The euro area at a glance», agosto 2005.



GLOSARIO

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

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

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas del comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas del comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Coste laboral bruto mensual: sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total por asalariado en relación con el PIB a precios constantes por persona ocupada.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Curva de rendimientos: curva que describe la relación entre el tipo de interés o rendimiento y el plazo en un momento determinado de valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito y plazos

distintos. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de los mismos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios: encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra determinada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las ope-

raciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones, por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o número de votos.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, las vacantes sin cubrir o los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.