



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

BOLETÍN MENSUAL
JULIO





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL JULIO 2004

En el año 2004,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 100 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, 2004

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2004

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 30 de junio de 2004.*

*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	12
Precios y costes	28
Producto, demanda y mercado de trabajo	34
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	39
Recuadros	
1 Tendencias recientes de los desplazamientos de cartera entre activos monetarios y activos financieros a más largo plazo	13
2 Evolución del mercado de renta fija de alta rentabilidad en la zona del euro	23
3 Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro	31
4 Inclusión de las monedas de Estonia, Lituania y Eslovenia en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II)	41
5 Convenciones y procedimientos para el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II)	44
6 Evolución reciente del comercio fuera de la zona del euro en términos reales y de sus precios	46
ARTÍCULOS	
Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales	49
Explicación de la capacidad de resistencia del sector bancario de la unión europea desde el año 2000	61
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 de enero del 2003	V
GLOSARIO	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 1 de julio de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó su evaluación anterior de que, aunque probablemente se siga observando un cierto aumento de las presiones inflacionistas a corto plazo, las perspectivas continúan siendo compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantener la orientación de su política monetaria y dejó los tipos de interés oficiales del BCE inalterados. Estos tipos de interés están situados en unos niveles históricamente bajos, tanto en términos nominales como reales, lo que constituye un estímulo para la actividad económica. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir en los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Comenzando con el análisis económico en el que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, los últimos datos publicados corroboran que continúa la recuperación económica de la zona del euro, habiéndose registrado un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,6% en el primer trimestre de este año. En conjunto, la información más reciente de los indicadores de actividad y de demanda, así como los resultados de las últimas encuestas, siguen mostrando un crecimiento sostenido de la actividad real durante el segundo trimestre.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno mantiene su convicción de que la recuperación de la actividad económica seguirá su curso, ya que se dan las condiciones para una generalización y consolidación de dicha recuperación. En el ámbito exterior, el crecimiento económico fuera de la zona del euro continúa siendo sólido, lo que debería impulsar las exportaciones de la zona. En el ámbito interno, la inversión debería verse beneficiada por el

dinamismo del entorno exterior y por las favorables condiciones de financiación existentes en la zona del euro. La mejora de los beneficios resultante de la aceleración del proceso de reestructuración empresarial y del incremento de la eficiencia de las empresas debería respaldar la inversión empresarial. Paralelamente, la recuperación del consumo privado debería proseguir en línea con el crecimiento de la renta real disponible y con el fortalecimiento esperado del empleo. Las previsiones publicadas por instituciones públicas y privadas presentan un panorama muy similar para las perspectivas económicas de la zona del euro. Las expectativas de que continúe la recuperación económica resultan, asimismo, coherentes con la reciente evolución de los mercados financieros.

Este escenario de recuperación de la actividad económica en curso podría verse afectado por diversos factores que actúan en sentidos opuestos. Por una parte, el crecimiento económico de la zona del euro durante el primer trimestre fue más intenso de lo esperado, y este impulso podría estimular la evolución a corto plazo. El fuerte crecimiento actual de la economía mundial podría también traducirse en una aceleración de la actividad de la zona del euro mayor de lo previsto. Por otra parte, los precios del petróleo, aunque han experimentado un ligero descenso, siguen siendo altos y podrían moderar el crecimiento, principalmente como consecuencia de sus efectos sobre la relación real de intercambio de la zona del euro. Asimismo, en horizontes temporales más largos, se mantiene la incertidumbre referida a la persistencia de desequilibrios a escala mundial.

En lo que respecta a la evolución de los precios, es necesario distinguir entre la evolución a corto plazo y la tendencia a medio plazo a la hora de evaluar los riesgos para la estabilidad de precios. A corto plazo, los precios del petróleo siguen ejerciendo presiones al alza sobre el nivel general de precios. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en junio en el 2,4%, frente al 2,5% registrado en mayo. Aunque los precios del petróleo han descendido durante las últimas semanas, los mercados esperan que se mantengan en un nivel elevado por algún tiempo. De cumplirse esta

perspectiva, la tasa de inflación permanecería muy probablemente por encima del 2% durante un período más prolongado de lo previsto en los primeros meses de este año.

No obstante, más allá del corto plazo, las perspectivas siguen siendo compatibles con la estabilidad de precios, siempre que los salarios evolucionen de forma moderada, en línea con los últimos datos disponibles. Sin embargo, hay diversos riesgos al alza para la estabilidad de precios. El dinamismo de la economía mundial podría continuar ejerciendo presiones al alza sobre el precio de las materias primas, incluidos los precios del petróleo. Por otra parte, resulta difícil, en este momento, incorporar en una valoración prospectiva una evolución futura de los impuestos indirectos y los precios administrados, como consecuencia de los considerables aumentos observados en el pasado y puesto que habitualmente no se dispone de esta información hasta los últimos meses del año. En este contexto, es necesario vigilar atentamente los posibles efectos indirectos derivados del comportamiento de los salarios y de los precios. Los interlocutores sociales pueden contribuir significativamente al mantenimiento de la estabilidad de precios tomado en consideración las perspectivas de la evolución de los precios a medio plazo en lugar de las tasas de inflación observadas actualmente, lo que favorecería asimismo el crecimiento del empleo. Por último, las expectativas de inflación a largo plazo derivadas de los indicadores financieros siguen siendo relativamente elevadas. Si bien estos indicadores han de interpretarse con prudencia, su evolución reclama una especial vigilancia.

En cuanto al análisis monetario, el panorama general se mantiene inalterado respecto a la última evaluación. El crecimiento interanual de M3 ha descendido durante los últimos meses. Aunque este descenso se debe, en parte, a efectos de base, las decisiones relativas a las carteras de empresas y hogares indican, asimismo, un retorno a la normalidad, como reflejo de la disminución de la incertidumbre financiera. De hecho, diversos indicios muestran un desplazamiento progresivo del ahorro desde activos monetarios líquidos hacia activos a largo plazo no incluidos en M3. No obs-

tante, pese a la moderación del crecimiento interanual de M3 observada recientemente, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro aún excede sustancialmente al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. Aunque una parte significativa de este exceso de liquidez se ha acumulado a consecuencia de las reestructuraciones de cartera efectuadas anteriormente, el bajo nivel de los tipos de interés ha favorecido, igualmente, la preferencia por los activos líquidos. Los reducidos tipos de interés respaldan también el crecimiento del crédito. Si el exceso de liquidez persistiera, podría representar un riesgo al alza para la estabilidad de precios a medio plazo.

En resumen, el análisis económico indica que las perspectivas a medio plazo para la evolución de los precios siguen siendo acordes con la estabilidad de precios, si bien resulta necesario seguir realizando un atento seguimiento. El contraste con el análisis monetario corrobora la necesidad de mantener la vigilancia en lo que se refiere a la materialización de los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, en este momento, la principal prioridad es que todos los países concernidos restablezcan su compromiso en relación con el saneamiento presupuestario a fin de evitar que se repitan los errores del pasado derivados de la aplicación de políticas no favorecedoras del equilibrio presupuestario en períodos de recuperación. En efecto, la recuperación económica ofrece la oportunidad de reconducir las finanzas públicas hacia una situación más saneada. Para ello se requiere un control estricto del gasto en la ejecución de los presupuestos de este año y una estrategia de reforma global que sirva de fundamento a los planes presupuestarios del año próximo. Se necesitan reformas creíbles del gasto que apoyen el saneamiento presupuestario y favorezcan la solidez de los sistemas de seguridad social, para reforzar la confianza a corto plazo y las perspectivas de crecimiento económico a medio plazo. El mantenimiento y la aplicación uniforme del marco institucional vigente resultan imprescindibles para salvaguardar la solidez de las finanzas públicas y del entorno macroeconómico. El Conse-

jo de Gobierno considera que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no debería modificarse, aunque su aplicación, en el entorno del marco actual, podría mejorarse.

El Consejo de Gobierno ha expresado la urgente necesidad de avanzar en el terreno de las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos. La tendencia descendente de la tasa de crecimiento de la productividad en la zona del euro desde mediados de los noventa constituye un motivo de preocupación. Aunque esto refleja en parte la mayor tasa de empleo, se debe, principalmente, al insuficiente grado de progreso hacia la mejora de la eficiencia económica. La obtención de los beneficios de los avances tecnológicos y de los incrementos de eficiencia vinculados a la producción y al consumo de nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones requiere, en particular, la supresión de rigideces estructurales. A este respecto, estimular en mayor medida la competencia en los mercados de productos, en especial en los servicios, y facilitar los procesos de reestructuración industrial podría acelerar la innovación y la adopción de nuevas tecnologías. Paralelamente, la mejora y la difusión de los avances tecnológicos en los distintos sectores de la economía de la zona del euro deben verse acompañados de una intensificación de los esfuerzos encaminados a potenciar el capital humano y a adaptar los sistemas educativos a las necesidades cambiantes del mercado de trabajo.

Desde mediados de la década de los noventa, el ligero aumento del crecimiento medio del empleo se ha visto contrarrestado por la incidencia negativa de menores incrementos de la productividad en el crecimiento total del producto. No obstante, en comparación con el entorno internacional, la proporción de población en edad de trabajar que participa en el mercado laboral es relativamente baja. Además, una proporción sustancial de la población activa está en paro y los que están empleados trabajan, en promedio, menos horas anuales que en otras regiones económicas. En la zona del euro, resulta imprescindible avanzar en la modificación de las políticas dirigidas a favorecer la oferta de trabajo y su utilización, para mejorar así las perspectivas de crecimiento a medio plazo. La adopción de estas medidas es esencial para mantener el nivel de vida medio en vista del envejecimiento de la población.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene dos artículos. En el primero se analizan las tendencias de la productividad agregada del trabajo en la zona del euro desde principios de la década de los ochenta y se explican en términos de la evolución sectorial subyacente. En el segundo, se estudia el comportamiento del sector bancario de la UE a partir del año 2000 y se señalan los principales factores que parecen explicar la capacidad de resistencia del sector. Además, en el recuadro 4 se tratan diversos aspectos relacionados con la reciente inclusión de las monedas de Eslovenia, Estonia y Lituania en el mecanismo de tipos de cambio de la UE (MTC II).

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial continúa siendo intenso, observándose, más recientemente, ciertas presiones alcistas sobre los precios. Tras las subidas bastante acentuadas registradas en meses precedentes del año en curso, los precios del petróleo se estabilizaron en junio, aunque a un nivel ciertamente elevado.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

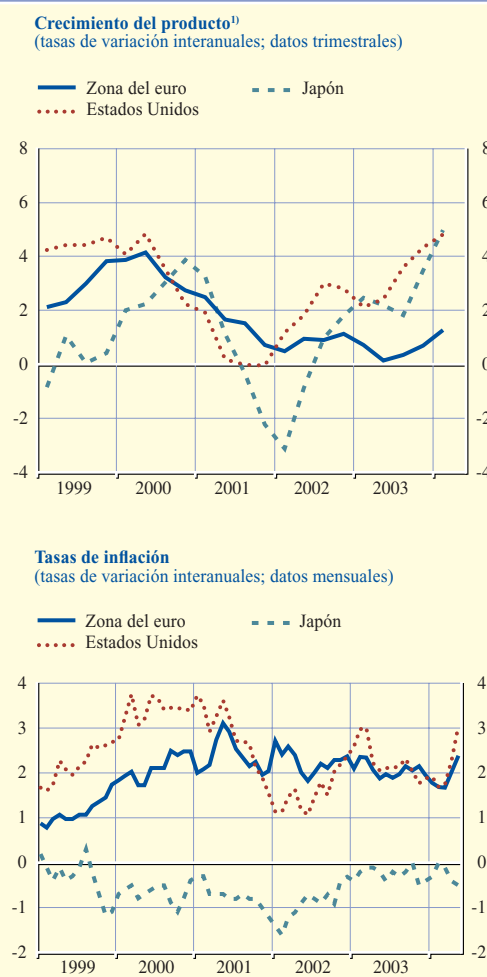
El crecimiento económico mundial continúa siendo intenso y ha mostrado su solidez pese a las subidas de los precios de la materias primas y a la incertidumbre geopolítica. Aunque las actuales cifras de los índices de precios de consumo siguen presentando unas tasas de inflación relativamente contenidas, algunos indicadores y datos procedentes de encuestas apuntan a aumentos de los precios de los consumos intermedios. Esta evolución refleja, principalmente, el incremento de los precios de las materias primas —en particular, del petróleo— y de los costes de transporte (véase gráfico 1).

En Estados Unidos, la estimación definitiva correspondiente al primer trimestre del 2004 presenta una revisión a la baja en el crecimiento del PIB real de 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,9% en tasa intertrimestral anualizada. Esta reducción se debe, principalmente, al alza del déficit comercial, así como a ligeras reducciones registradas en las cifras revisadas de inversión empresarial y de gasto de consumo en servicios. El incremento del PIB real continuó siendo bastante generalizado, esencialmente como consecuencia de la contribución del gasto en consumo personal, seguida de las aportaciones de la inversión en bienes de equipo y *software*, las exportaciones y la inversión privada en existencias y el gasto del Gobierno federal.

Los últimos datos indican que el crecimiento también ha sido intenso en el segundo trimestre del 2004. La producción industrial se incrementó en mayo un 1,1%, hasta el 6,3% en tasa interanual. Al mismo tiempo, la utilización de la capacidad industrial aumentó hasta el 77,8%, pero se mantuvo en valores significativamente inferiores a su media a largo plazo. Las cifras revisadas correspondientes al primer trimestre del 2004 indican un crecimiento interanual de la productividad en la economía de mercado no agrícola (producto por hora trabajada del conjunto de personas ocupadas) del 5,5%, mientras que los costes laborales unitarios se redujeron un 0,8%.

La inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 3,1% en mayo, desde el 2,3% registrado en abril. Este incremento obedeció fundamental-

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
1) Para la zona del euro se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

mente a la fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, así como a la influencia de algunos efectos de base. No obstante, una vez excluidos los alimentos y la energía, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 1,7%, es decir, 0,1 puntos porcentuales menos que en abril. En su reunión del 30 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia de los fondos federales, hasta situarlo en el 1,25%.

En Japón, la actividad económica mantuvo su solidez durante el primer trimestre del 2004, con un crecimiento intertrimestral del PIB real de un 1,5%, sustentado en la demanda interna y en una acumulación de existencias de naturaleza cíclica. En cuanto a la vertiente exterior, el crecimiento de las exportaciones se desaceleró hasta el 3,9%, mientras que el crecimiento de las importaciones se acentuó en cierta medida, hasta situarse en el 2,8%. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la mayoría de los índices señalan la persistencia de presiones deflacionistas. En mayo, la tasa de variación interanual del IPC general fue de un -0,5%, situándose en el -0,3% una vez excluido el componente de alimentos frescos, mientras que el deflactor del PIB experimentó un descenso del 2,6% en tasa interanual en el primer trimestre. Sin embargo, el índice de precios de bienes empresariales (anteriormente denominado índice de precios al por mayor) ha vuelto a registrar valores positivos, ascendiendo en mayo hasta una tasa de variación interanual del 1,1%, debido en parte al fuerte incremento de los precios de las materias primas. De cara al futuro, se prevén escasas variaciones de precios, si bien se espera que un fortalecimiento gradual de la demanda interna contribuya a intensificar las presiones alcistas sobre los precios. El Banco de Japón, en su reunión del 25 de junio, decidió mantener la orientación de su política monetaria.

En el Reino Unido, el PIB real registró una expansión del 0,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2004, frente al 1% del trimestre precedente. El crecimiento siguió recibiendo el impulso de la demanda interna y, en particular, del gasto de los hogares y de la inversión (con unos incrementos intertrimestrales respectivos del 0,6% y del 1,7%). El gasto en consumo se sustentó en un intenso crecimiento de la renta y en la solidez de la situación del mercado de trabajo. Asimismo, los precios de la vivienda han continuado su escalada en el transcurso del 2004, al tiempo que los indicadores de actividad en este mercado apuntan a un mantenimiento de su vitalidad a corto plazo. El gasto público también registró un crecimiento positivo, mientras que la demanda exterior neta siguió realizando una contribución negativa al crecimiento del PIB. La inflación interanual medida por el IAPC ascendió al 1,5% en mayo, desde el 1,2% registrado en abril, con la reciente subida de los precios del petróleo como principal factor alcista.

El crecimiento mantuvo también su signo positivo en los restantes Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En Suecia y Dinamarca, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,6% en el primer trimestre del 2004, prácticamente sin cambios con respecto al trimestre precedente. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB siguió siendo intenso en la República Checa, Hungría y Polonia, mientras que la inflación aumentaba de nuevo.

En Asia, excluido Japón, la actividad económica mantiene su vigoroso ritmo de expansión. Las medidas de política encaminadas a enfriar la economía parecen haber surtido efecto en China. Así, el crecimiento de la inversión en activos fijos se desaceleró notablemente en mayo, hasta una tasa interanual del 18,3%, desde el 47,8% registrado en el primer trimestre del presente año. Del mismo modo, el crecimiento interanual de la producción industrial, las importaciones, la oferta monetaria y el crédito bancario se redujo con respecto al primer trimestre, mientras que el crecimiento de las ventas al por menor se intensificó. La inflación medida por el IPC aumentó hasta el 4,4% en tasa interanual, como consecuencia fundamentalmente del fuerte incremento de los precios de los alimentos. En Corea del Sur, la pro-

ducción industrial creció en mayo del 2004, impulsada por la pujanza de la actividad exportadora, mientras que el consumo y la inversión permanecían en una situación de relativo estancamiento.

En América Latina, los últimos indicadores económicos confirman la fortaleza de la recuperación en curso. Así, en México, la producción industrial creció en marzo, en términos interanuales, por cuarto trimestre consecutivo, sustentada en las exportaciones a Estados Unidos, así como en la intensa actividad del sector de la construcción. Por otra parte, la producción industrial ha mantenido en Brasil un saludable ritmo de crecimiento, del 6% en tasa interanual, tanto en marzo como en abril. En Argentina, el PIB real registró una tasa interanual de crecimiento del 10,7% en el primer trimestre, mientras que las cifras de producción industrial de mayo muestran la continuidad de la expansión.

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

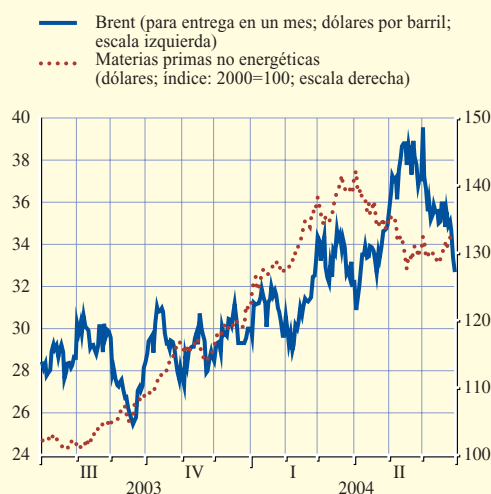
Los precios del petróleo cedieron terreno en junio desde los niveles máximos registrados en mayo, en un entorno caracterizado por señales de aumento de la oferta y de crecimiento de las reservas. Pese a su caída, el precio del crudo continúa siendo relativamente elevado, puesto que una demanda superior a la prevista, así como la persistente inquietud acerca de la seguridad de los suministros, impidieron un mayor descenso de los precios. El 30 de junio, el barril de Brent cotizaba a 33,5 dólares estadounidenses (27,5 euros) (véase gráfico 2). Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados en lo que resta de año.

Tras haber alcanzado a comienzos de abril del 2004 sus niveles máximos en muchos años, los precios de las materias primas no energéticas han retrocedido durante los últimos meses, dada la incertidumbre existente sobre la demanda futura de materias primas. Aun así, los precios en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas fueron en junio del 2004 un 25,6% más altos que en el mismo período del año anterior.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los últimos datos publicados resultan indicativos de la continuidad del fuerte ritmo de crecimiento que actualmente viene registrando la economía mundial, si bien a tasas algo más moderadas. Pese a ello, las tasas de inflación podrían repuntar a consecuencia de los efectos de las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas en los últimos meses. Los riesgos que podrían afectar a la economía mundial se mantienen, en líneas generales, bastante equilibrados. En la vertiente positiva, el crecimiento de la productividad, el comercio internacional y la inversión podrían situarse por encima incluso de las expectativas actuales; mientras que el riesgo de signo negativo más relevante proviene de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Datastream y HWWA.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En mayo del 2004 continuó la moderación del crecimiento de M3 iniciada en el verano del 2003, reflejo del desplazamiento de cartera que están realizando los inversores de la zona del euro en favor de activos financieros a más largo plazo. Al mismo tiempo, a pesar de la desaceleración del crecimiento de este agregado monetario, en la zona del euro sigue habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista.

La tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se mantuvo vigorosa, en un entorno de mejora gradual de la actividad económica y de condiciones de financiación favorables. Esto se debió, principalmente, a la persistente e intensa expansión de los préstamos a hogares, sobre todo para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras ha aumentado en los últimos meses, aunque permanece en niveles reducidos.

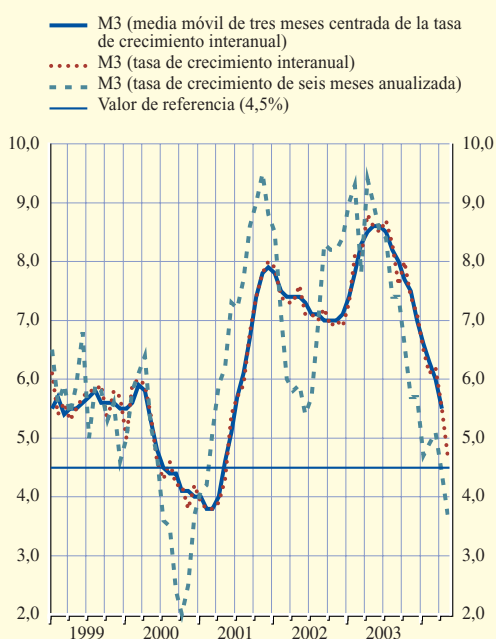
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó de forma significativa en mayo del 2004, hasta el 4,7%, desde el 5,5% del mes anterior (véase gráfico 3), como consecuencia, fundamentalmente, de un descenso intermensual del 0,2% registrado ese mes. La moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en los últimos meses obedeció, en parte, a efectos de base. La reducción registrada en mayo también se debió a una serie de factores especiales como el cambio observado en la inversión en cesiones temporales, que había sido transitoriamente intensa en los meses anteriores. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanuales de M3 fue del 5,5% en el período comprendido entre marzo y mayo del 2004, frente al 6% entre febrero y abril.

La moderación del crecimiento de M3 apunta a que los hogares y las empresas han retornado paulatinamente a un comportamiento más normal en lo que respecta a la asignación de carteras a partir del verano del 2003, tras los extraordinarios desplazamientos efectuados entre el 2001 y mediados del 2003 (véase recuadro 1). Esta valoración resulta confirmada por la disminución de la tasa de crecimiento de todos los componentes principales de M3, incluido el agregado monetario estrecho M1. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3, como las participaciones en fondos del mercado monetario, que con frecuencia se utilizan para aparcar fondos en épocas de elevada incertidumbre, ha descendido notablemente en los últimos meses. Al mismo tiempo, aunque la moderación del crecimiento de M3 parece estar cobrando impulso, solo un período prolongado de bajo crecimiento de este agregado llevaría a que desapareciera totalmente el elevado exceso de liquidez acumulado entre el 2001 y mediados del 2003.

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

(tasas de variación interanuales; ajustadas de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Recuadro I

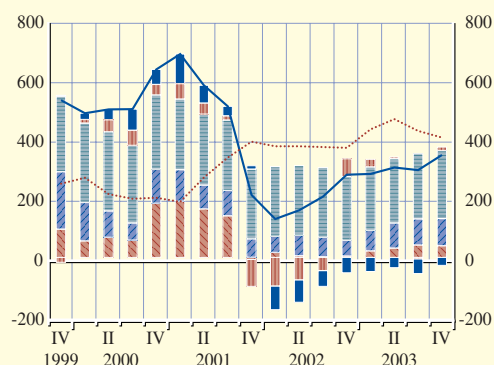
TENDENCIAS RECIENTES DE LOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA ENTRE ACTIVOS MONETARIOS Y ACTIVOS FINANCIEROS A MÁS LARGO PLAZO

En los últimos años, la evolución de los agregados monetarios de la zona del euro se ha visto favorecida por desplazamientos de cartera entre activos monetarios y activos financieros a más largo plazo. En medio de un aumento de la incertidumbre geopolítica y de una significativa reducción del precio de las acciones entre el año 2001 y mediados del 2002, parece que los agentes económicos han trasladado sus fondos desde activos a largo plazo, de mayor riesgo, a tenencias monetarias más líquidas y seguras, fortaleciendo, por tanto, el crecimiento monetario. Con la disminución de la incertidumbre económica y financiera desde el verano del 2003, se han producido ciertas correcciones en algunas de estas reestructuraciones. En el contexto de una recuperación económica gradual en la zona del euro, el crecimiento monetario se ha moderado a partir del segundo semestre del 2003. En estas circunstancias, en este recuadro se analizan los instrumentos que han desempeñado el papel más importante en el desplazamiento de los activos financieros a más largo plazo hacia el dinero.

Gráfico A Inversión financiera a largo plazo de los sectores no financieros y M3

(flujos anuales; mm de euros)

- Valores distintos de acciones
- Depósitos a largo plazo
- Seguros
- Fondos de inversión
- Acciones cotizadas
- Total inversión financiera a largo plazo ¹⁾
- M3



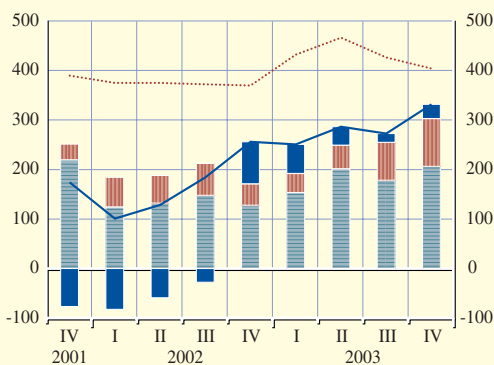
Fuente: BCE.

1) Incluye depósitos en IFM no incluidos en M3 (depósitos a largo plazo), valores distintos de acciones a más de un año, acciones cotizadas, participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y las reservas técnicas de seguro.

Gráfico B Inversión financiera a largo plazo del sector tenedor¹ de dinero y M3

(flujos anuales; mm de euros)

- Depósitos a largo plazo
- Acciones cotizadas y fondos de renta variable
- Valores distintos de acciones y fondos de renta fija
- Total inversión financiera a largo plazo ²⁾
- M3



Fuente: BCE, FEFSI.

1) El sector tenedor de dinero comprende esencialmente el sector no financiero, las empresas de seguro, los fondos de pensiones y los fondos de inversión.

2) Inversión financiera a largo plazo de los sectores no financieros (definidos como en el gráfico A), excluidas las reservas técnicas de seguro y la inversión financiera a largo plazo de las empresas de seguro.

Una manera de abordar esta cuestión es sencillamente comparar la evolución de las tenencias de efectivo con la inversión financiera a largo plazo del sector no financiero (esencialmente hogares y sociedades no financieras)¹, tal y como aparece recogida en las cuentas financieras trimestrales. Este ejercicio muestra cómo el fuerte incremento de las tenencias monetarias a partir del 2001 estuvo

1 Los depósitos de la Administración Central no están incluidos en M3 (véase el artículo titulado «Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», en el Boletín Mensual del BCE de febrero de 1999).

acompañado por una reducción de la inversión financiera a largo plazo del sector no financiero (véase gráfico A). En particular, sugiere que el aumento de los flujos hacia los activos monetarios estuvo vinculado con una reducción de la compra de acciones, relacionada estrechamente con el intenso descenso de las adquisiciones financieras en el exterior por residentes de la zona del euro desde finales del 2001 y la disminución de la emisión neta de renta variable por los sectores residentes. La compra de valores distintos de acciones también cayó. Por el contrario, desde el inicio del 2003 la adquisición de acciones cotizadas por el sector no financiero ha aumentado, mientras que los flujos hacia los activos monetarios se han moderado. Por último, en ambos períodos los hogares y las empresas han continuado invirtiendo de forma constante en productos de seguro y fondos de inversión.

Dada la importancia de los seguros y de los fondos de inversión en la inversión financiera del sector no financiero, una manera más completa de analizar los desplazamientos de cartera sería considerar la asignación de los activos invertidos por los seguros y los fondos de inversión en renta variable, renta fija, depósitos a largo plazo y dinero. Al consolidar las cuentas del sector no financiero y de las empresas de seguros y desagregar los fondos de inversión en fondos de inversión de renta variable y de renta fija², es posible construir una variable aproximativa de la inversión del sector tenedor de dinero.

Por lo tanto, en el gráfico B se compara (aunque por un período más corto que en el gráfico A, debido a restricciones en los datos) la inversión financiera a largo plazo del sector tenedor de dinero en su conjunto con la evolución de las tenencias de dinero. Centrándose en el período transcurrido desde el verano del 2003, el gráfico B también muestra que la moderación del crecimiento monetario durante ese período está relacionada con el aumento de la adquisición de instrumentos de renta variable (acciones cotizadas y fondos de renta variable) por el sector tenedor de dinero. Todo esto puede considerarse como evidencia de una normalización gradual del comportamiento de las carteras del sector tenedor de dinero en los últimos trimestres.

² Actualmente no es posible efectuar la consolidación del sector no financiero con los fondos de inversión, excluidos los fondos del mercado monetario, por la falta de datos relativos a la inversión financiera de los fondos de inversión, excluidos los fondos del mercado monetario.

La cuestión de si la liquidez acumulada se traducirá en presiones inflacionistas de medio a largo plazo dependerá, en gran medida, del punto hasta el que los inversores de la zona del euro continúen ajustando sus carteras, de la velocidad del ajuste y de la fortaleza de la recuperación económica. En consecuencia, es fundamental realizar un atento seguimiento de la evolución futura del exceso de liquidez, así como de la información que se dé a conocer sobre la actividad económica de la zona del euro.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En mayo del 2004, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 descendió hasta el 9,3%, desde el 11% del mes anterior (véase cuadro 1). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (hasta el 7,3%, desde el 9,4% de abril). La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación apenas experimentó variaciones y se mantuvo en niveles muy elevados. El hecho de que la tasa de crecimiento de los instrumentos líquidos incluidos en M1 se mantenga elevada obedece al reducido coste de oportunidad de mantener estos instrumentos y, en el caso del efectivo en circulación, a la fuerte demanda de billetes en euros tanto dentro como fuera de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fue del 1,4% en mayo, frente al 1,5% del mes anterior. La reducida tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se debió, sobre todo, al descenso del crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales					
		2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 Abr	2004 May
M1	44,3	11,3	11,4	11,0	11,1	11,0	9,3
Efectivo en circulación	6,7	35,7	29,6	26,5	24,0	21,1	21,8
Depósitos a la vista	37,7	8,1	8,8	8,7	9,1	9,4	7,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,3	5,6	5,8	4,8	3,3	1,5	1,4
Depósitos a plazo hasta dos años	16,1	0,0	-1,4	-3,0	-4,5	-7,3	-7,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,2	10,1	11,6	11,0	9,2	8,1	8,1
M2	85,6	8,3	8,5	7,9	7,2	6,3	5,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,4	9,8	7,4	5,8	2,4	1,4	1,0
M3	100,0	8,6	8,3	7,6	6,4	5,5	4,7
Crédito a residentes en la zona del euro	170,2	4,7	5,3	5,9	5,8	6,0	5,9
Crédito a las Administraciones Públicas	36,7	3,5	4,9	6,6	6,0	6,2	6,0
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,4	-0,4	1,0	1,5	1,2	2,2	1,9
Crédito al sector privado	133,5	5,1	5,5	5,7	5,8	5,9	5,8
Préstamos al sector privado	116,2	4,6	4,9	5,3	5,4	5,5	5,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	52,4	5,3	5,6	6,4	7,2	8,4	8,3

Fuente: BCE.

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

años, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses se mantuvo intensa.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 fue del 1% en mayo, desde el 1,4% de abril. Este descenso tuvo su origen en la disminución de la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de las participaciones en fondos del mercado monetario, al tiempo que la tasa de descenso interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años se redujo ligeramente. En general, la disminución de la demanda de instrumentos negociables por parte de los hogares y las empresas de la zona del euro confirma que se está produciendo un cambio gradual de los anteriores desplazamientos de cartera, efectuados en momentos de elevada incertidumbre en los mercados financieros, en favor de estos instrumentos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En lo que respecta a las principales contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 5,6% en mayo, desde el 5,5% de abril. La relativa intensidad de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado continuó ocultando cierta heterogeneidad en los principales subsectores. De hecho, aunque los préstamos de las IFM a los hogares siguieron aumentando a un ritmo relativamente rápido, el crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo bastante lento (véase cuadro 2).

En mayo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares continuó sustentándose en el vigoroso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, consecuencia de los reducidos tipos de interés de los préstamos hipotecarios y de que en algunos países de la zona del euro se han registrado fuertes incrementos en el precio de la vivienda. Las tasas de crecimiento interanuales del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares descendieron ligeramente en mayo.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

(fin de trimestre; sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	Saldos vivos en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales					
		2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2002 Abr	2004 May
Sociedades no financieras	42,5	3,6	3,6	3,4	3,2	3,5	3,7
Hasta un año	31,0	0,5	-1,0	-0,8	-2,1	-1,9	-1,7
De uno a cinco años	17,4	2,4	4,4	3,0	3,4	3,8	5,5
Más de cinco años	51,6	6,2	6,4	6,4	6,7	6,9	6,8
Hogares²⁾	49,7	5,5	5,8	6,4	6,7	6,8	6,9
Crédito al consumo ³⁾	13,5	3,5	3,0	2,9	4,5	4,8	4,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	67,6	7,2	7,4	8,1	8,4	8,7	8,8
Otras finalidades	18,9	1,4	2,5	3,3	2,5	2,2	2,1
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	5,0	10,4	12,8	9,5	10,3	21,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,1	3,3	5,7	11,7	9,0	8,2	7,5

Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95.

Para más información, véanse las notas del cuadro 2.4, en la sección «Estadísticas de la zona del euro», y 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 de hogares en el SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo relativamente reducida en mayo, aunque aumentó por tercer mes consecutivo. Al considerar la moderada evolución de este indicador habría que tener en cuenta la mayor disponibilidad de financiación interna durante una fase de recuperación económica y que en los últimos años se ha producido un cambio estructural en favor de fuentes alternativas de financiación externa¹. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros no monetarios (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones) descendió levemente en mayo, pero se mantuvo relativamente elevada.

La tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM al sector privado (que incluye, además de los préstamos de las IFM, las tenencias de estas instituciones de valores emitidos por el sector privado), se situó en el 5,8% en mayo, prácticamente sin variaciones con respecto al mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se mantuvo relativamente alta y fue del 6% en mayo, reflejo de la debilidad de la situación presupuestaria en algunos países de la zona del euro.

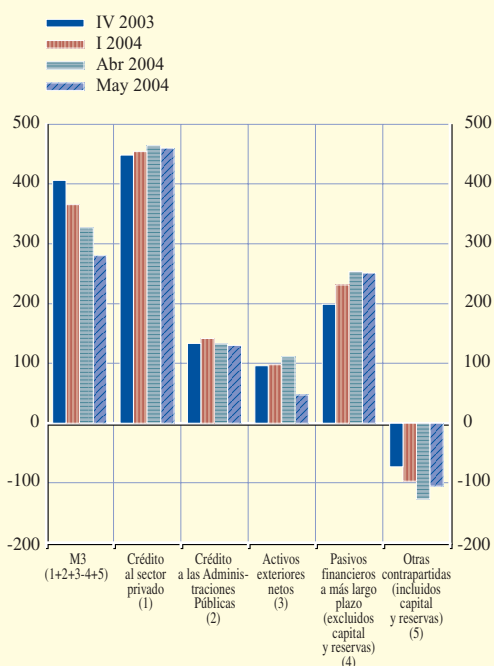
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el 8,3% en mayo, prácticamente sin variaciones. La fuerte demanda de este tipo de instrumentos constituye una indicación más de que se está produciendo un desplazamiento de carteras en favor de activos a más largo plazo como consecuencia de la relativa inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y de la reducida volatilidad de los mercados de renta fija. Por último, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro disminuyeron considerablemente en el mes de mayo (véase gráfico 4).

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, la mayor moderación del crecimiento interanual de M3 observada en los últimos trimestres ha ido acompañada de una elevación del

¹ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los préstamos a las sociedades no financieras» en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2004.

Gráfico 4 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

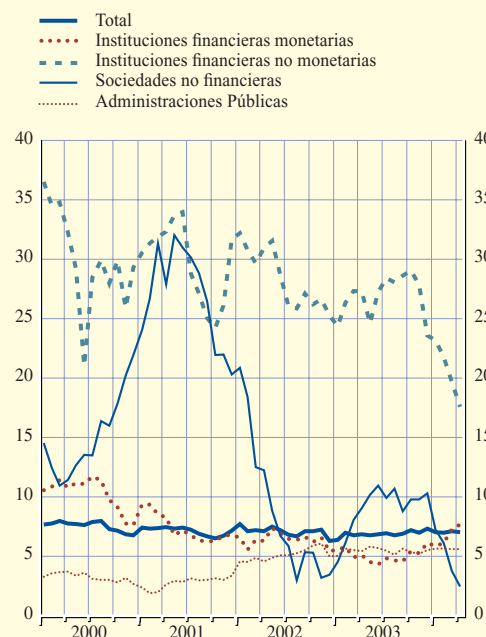
(flujos interanuales, fin de período; mm de euros; ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y están ajustadas por reclasificaciones, revaloraciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y de una disminución del crecimiento interanual de los activos exteriores netos de las IFM. Al mismo tiempo, el intenso crecimiento interanual del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro ha seguido contribuyendo de forma positiva al crecimiento de M3.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente en abril del 2004, debido a la moderación de la emisión de bonos por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras no monetarias. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro también disminuyó en abril. En general, la emisión de acciones en el mercado primario continuó siendo reducida en la zona del euro.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 7%, en abril del 2004, desde el 7,1% de marzo (véase gráfico 5). Este descenso estuvo relacionado con la persistente disminución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo, mientras que el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo no registró variaciones con respecto al mes precedente.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldos vivos (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanuales ¹⁾					
		2004 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Mar	2004 Abr
Valores distintos de acciones	8.955	6,8	6,9	7,1	7,1	7,1	7,0
IFM	3.398	4,7	4,7	5,4	6,2	7,3	7,7
Instituciones financieras no monetarias	696	26,4	28,2	27,6	22,2	19,7	17,6
Sociedades no financieras	589	9,6	10,2	9,7	6,8	3,8	2,5
Administraciones Públicas	4.271	5,6	5,4	5,4	5,6	5,6	5,6
De las cuales:							
Administración Central	4.041	4,7	4,7	4,6	4,9	4,9	5,0
Otras Administraciones Públicas	230	29,4	22,8	22,4	21,4	20,6	18,7
Acciones cotizadas	3.766	1,0	1,1	1,1	1,3	1,6	1,0
IFM	571	0,8	0,8	1,3	1,8	2,1	2,2
Instituciones financieras no monetarias	354	1,6	2,0	2,4	3,0	3,2	1,4
Sociedades no financieras	2.839	1,0	1,0	0,9	1,0	1,3	0,7

Fuente: BCE.

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

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó 0,4 puntos porcentuales, hasta el 7,7%, en abril (véase cuadro 3). En el sector de sociedades no financieras e instituciones financieras distintas de IFM, que incluye a las instituciones financieras no monetarias y a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones se redujo 1,6 puntos porcentuales, hasta el 10,2%, entre marzo y abril. El origen de esta evolución fue la persistente reducción de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras (hasta el 2,5% en abril del 2004, frente a una tasa media de aproximadamente el 9% en el 2003), y la disminución de la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias (hasta el 17,6% en abril del 2004, en comparación con una tasa media del 27% en el 2003).

La reducción de la emisión de renta fija privada por parte de las instituciones financieras distintas de IFM observada en los últimos meses puede guardar relación con la mejora de los beneficios empresariales, que ha estimulado el ahorro interno y, a su vez, ha hecho que disminuyan las necesidades de financiación externa de las empresas. Además, considerando que la emisión de renta fija privada sigue siendo relativamente elevada, es posible que las empresas hayan dedicado parte de sus mayores saldos en efectivo a pagar parte de su deuda pendiente. Por otra parte, la financiación que necesitan las empresas para el año en curso puede haber sido objeto, en cierta medida, de «financiación anticipada» en el 2003, año en que las empresas se beneficiaron de los tipos de interés a largo plazo vigentes, históricamente bajos². También es posible que la disminución de la emisión neta de valores de renta fija privada por parte de las sociedades no financieras pueda obedecer, en parte, a las elevadas amortizaciones observadas en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público se situó en el 5,6% en abril del 2004, sin variaciones con respecto al mes anterior. El origen de esta trayectoria fue un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por la Administración Central, así como la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las otras Administraciones Públicas, compuestas principalmente por las Administraciones Locales, todavía elevada, aunque está disminuyendo levemente.

2 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los préstamos a las sociedades no financieras» en el Boletín Mensual de junio del 2004.

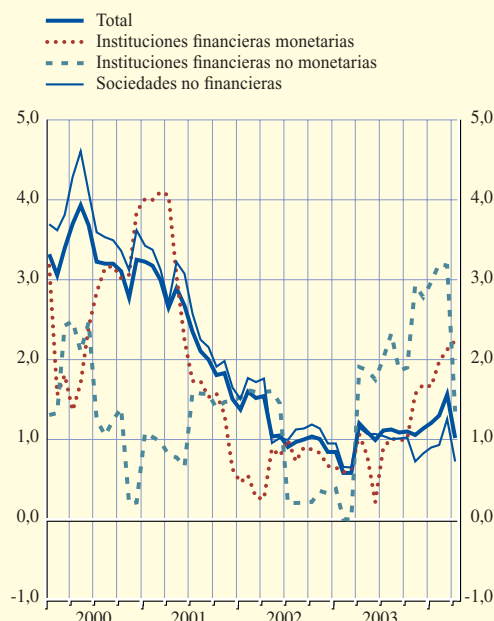
ACCIONES COTIZADAS

En los meses que han transcurrido del 2004, la actividad en el mercado primario de acciones de la zona del euro se ha mantenido contenida. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro descendió 0,6 puntos porcentuales, hasta el 1%, en abril (véanse gráfico 6 y cuadro 3). Esta tasa de crecimiento corresponde a la media del 2003.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan aproximadamente las tres cuartas partes del saldo vivo total, descendió hasta el 0,7% en abril del 2004, frente al 1,3% del mes anterior. No obstante, cabe observar que esta disminución obedece, al menos en parte, a un efecto de base. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) se redujo 1,8 puntos porcentuales, hasta el 1,4% en abril, también debido, en cierta medida, a efectos de base. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se elevó ligeramente, hasta el 2,2%, en el citado mes.

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y están ajustadas por reclasificaciones, revaloraciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

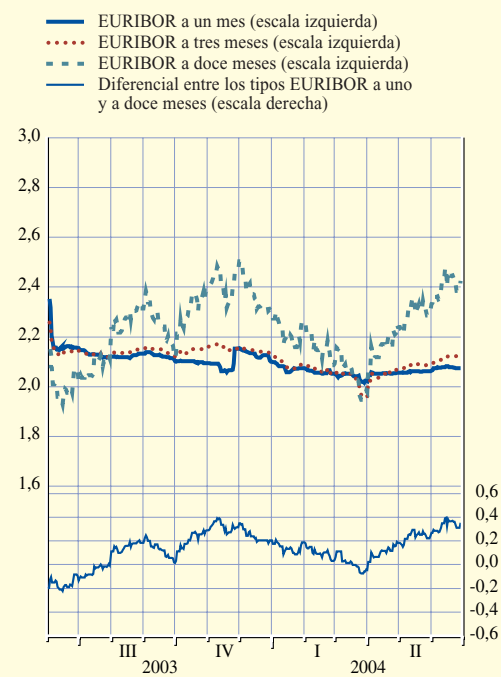
La trayectoria alcista de los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario iniciada a principios de abril continuó en junio. Dado que los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron relativamente estables en el citado mes de junio, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación.

Los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario continuaron elevándose en junio, tras registrar un mínimo a finales de marzo del 2004 (véase gráfico 7). Al mismo tiempo, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se mantuvieron estables, en consonancia con los tipos de interés oficiales de BCE (véase gráfico 8). En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó de nuevo en junio. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 35 puntos básicos el 30 de junio.

El incremento gradual de los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario observado en junio también se reflejó en la evolución de los tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses. Por ejemplo, el tipo de interés implícito en los futuros con vencimiento en marzo del 2005 se elevó 5 puntos básicos entre finales de mayo y el 30 de junio, mientras que los tipos implícitos en los futuros con vencimiento en septiembre y diciembre del 2004 registraron una elevación menor. Los cambios registrados en la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario y la

Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario

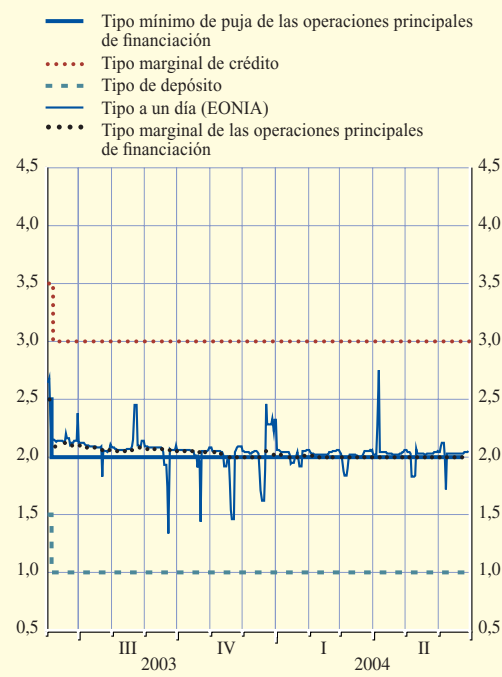
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

elevación de los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses indican que, en el transcurso del mes de junio, los participantes en el mercado revisaron ligeramente al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés a corto plazo para el resto del 2004 y principios del 2005.

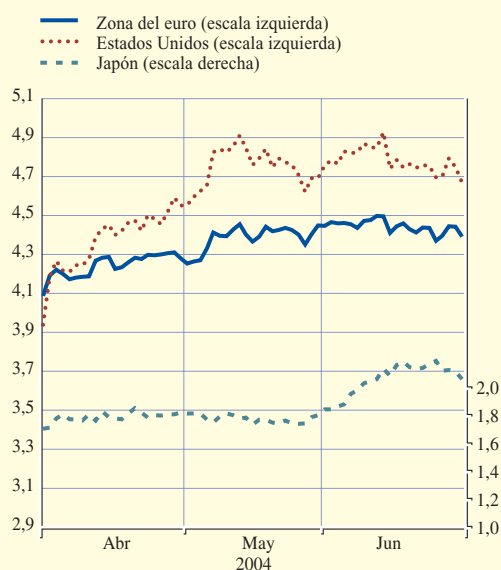
La liquidez y los tipos de interés a los plazos más cortos se mantuvieron muy estables durante la mayor parte de junio. Los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se han mantenido excepcionalmente estables durante varios meses. Durante la mayor parte de ese mes, los tipos marginal y medio ponderado de adjudicación se situaron en el 2% y el 2,01%, respectivamente, similares a los de los últimos meses. El EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) permaneció en el 2,03% durante la mayor parte de junio, con la excepción de los últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de junio, fecha en que el EONIA disminuyó hasta el 1,72%, ya que el período de mantenimiento finalizó con un reducido exceso de liquidez consecuencia de cambios inesperados en los factores autónomos (véase gráfico 8). En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema que se adjudicó el 30 de junio, los tipos de adjudicación fueron ligeramente inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha variado, en general, de forma moderada en junio del 2004. Al mismo tiempo, en Japón, el rendimiento de los bonos ha aumentado notablemente. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija, que refleja

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

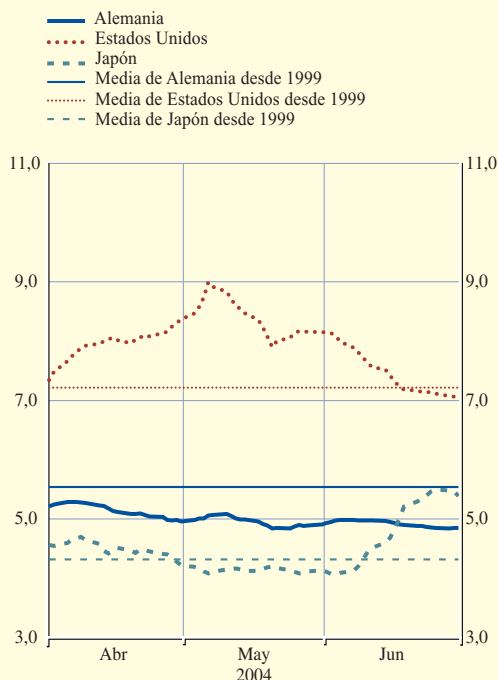
(en porcentaje; datos diarios)



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

Gráfico 10 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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



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

la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los bonos, aumentó en Japón, y se ha mantenido prácticamente estable en Estados Unidos y en la zona del euro.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, tras haber mostrado una fuerte tendencia al alza en los dos meses anteriores, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no se modificó en junio, y el 30 de ese mes se situó en el 4,7% (véase gráfico 9). El rendimiento de los bonos se vio afectado por factores dispares: por un lado, el rendimiento aumentó ante el mayor optimismo de los mercados respecto a la fortaleza de la economía estadounidense, y por otro, se vio sometido a algunas presiones a la baja como consecuencia de la aparente percepción por parte de los participantes en el mercado de menores riesgos inflacionistas de lo previsto.

En consonancia con esta trayectoria, la tasa de inflación implícita, medida por la diferencia entre el rendimiento de bonos nominales y el de bonos similares indicados con la inflación, se redujo ligeramente en junio, tras haber crecido de forma significativa en los meses anteriores. Al mismo tiempo, el rendimiento de los bonos reales, medido por el de los bonos a diez años indicados con la inflación, apenas experimentó variaciones en junio. La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, medida por la volati-

lidad implícita de los mercados de renta fija, descendió levemente en junio, hasta situarse, el día 30, en un nivel inferior a la media observada desde enero de 1999 (véase gráfico 10).

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó cerca de 30 puntos básicos entre finales de mayo y el 30 de junio, alcanzando niveles registrados a finales del año 2000. Este incremento se debió, por un lado, a que los participantes en el mercado consideraron que los datos macroeconómicos publicados confirmaban la recuperación económica en curso en Japón y, por otro, al debilitamiento de las presiones deflacionistas. El rendimiento de los bonos a largo plazo se situó en el 1,8% el 30 de junio.

La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de los bonos, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se elevó un punto porcentual, situándose el 30 de junio en un nivel ligeramente superior a la media registrada desde enero de 1999.

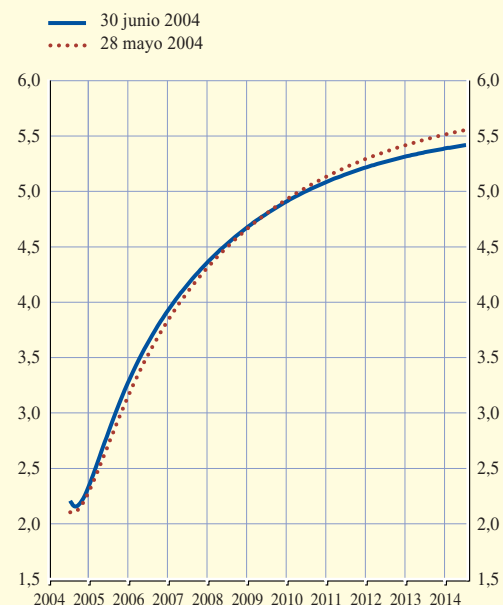
ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo no mostró variaciones significativas entre finales de mayo y el 30 de junio, fecha en la que se situó en el 4,4%. El diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos se situó en unos 30 puntos básicos el 30 de junio. Aunque algunos de los datos macroeconómicos publicados en junio tuvieron una incidencia alcista sobre el rendimiento de los bonos, el hecho de que los participantes en el mercado mejoraran sus expectativas en relación con las presiones inflacionistas tuvo el efecto opuesto. De hecho, la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de bonos nominales a diez años y el de bonos similares indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, descendió ligeramente. No obstante, la tasa de inflación implícita de la zona del euro se mantuvo en niveles elevados en términos históricos en el mes de junio, situándose el 30 de ese mes en torno al 2,2%. Como se ha observado en anteriores Boletines Mensuales, la evolución de este indicador ha de considerarse con cautela debido a la existencia de varias primas que podrían distorsionar su interpretación. En este sentido, no se puede excluir que la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la inflación se haya visto acrecentada en los últimos meses por el alto nivel de precios del petróleo, lo que llevaría a la incorporación de mayores primas de riesgo en las tasas de inflación implícitas.

El grado de incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, permaneció, en general, estable en junio, situándose el último día del mes en un nivel ligeramente inferior a la media observada desde enero de 1999. Además, los diferenciales entre el rendimiento de la renta fija privada y el de la deuda pública se mantuvieron reducidos en junio (véase, también, el recuadro 2).

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

Nota: La curva de tipos *forward*, que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado, recoge las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en la página 31 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

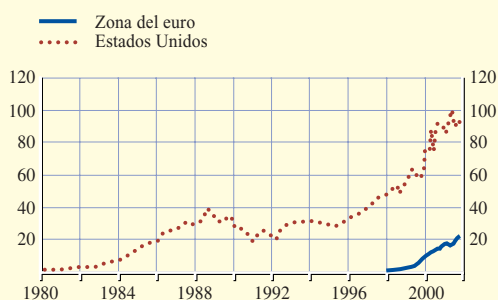
Recuadro 2

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE RENTA FIJA DE ALTA RENTABILIDAD EN LA ZONA DEL EURO

La existencia de un mercado maduro de renta fija privada, junto con un sistema bancario saneado, constituye un elemento importante de un sistema financiero bien desarrollado. Dentro del mercado de renta fija privada, la presencia de un mercado de renta fija de alta rentabilidad líquido y eficiente (es decir, un mercado de bonos con calificación inferior a los calificados con grado de inversión (investment grade) por las agencias de calificación crediticia)¹ puede contribuir a facilitar la financiación de un número mayor de empresas, al proporcionarles una fuente de financiación externa adicional a la de los préstamos bancarios y la financiación mediante acciones. Esto es especialmente útil para pequeñas y medianas empresas y para los sectores nuevos y en rápido crecimiento que tienen necesidades crecientes de financiación. Además, desde una perspectiva macroeconómica, el segmento de alta rentabilidad del mercado de renta fija privada puede ser una fuente útil de información sobre la actividad económica futura y sobre las condiciones actuales del crédito. Ello es así porque los diferenciales entre los bonos de alta rentabilidad y los instrumentos financieros con una calificación más elevada (como la deuda pública) suelen ser indicadores valiosos de la percepción de los participantes en el mercado sobre los futuros impagos de empresas.

Gráfico A Saldo vivo de los bonos de alta rentabilidad en Estados Unidos y la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales)



Fuente: Merrill Lynch.

Nota: Incluye las emisiones públicas en los mercados nacionales denominadas en moneda local.

El gráfico A muestra el saldo vivo existente en los mercados de renta fija de alta rentabilidad denominada en euros y en dólares. En Estados Unidos, este mercado empezó a desarrollarse a principios de los años ochenta, se debilitó a comienzos de la década de los noventa y, posteriormente, volvió a experimentar un repunte tras 1993, como consecuencia del fortalecimiento del ciclo económico y de la mejora en la evolución del mercado de valores. Por el contrario, el mercado de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro se ha desarrollado considerablemente desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Esta evolución parece haber estado relacionada con las expectativas de un mayor grado de integración de los mercados financieros de la zona del euro, y, por lo tanto, de una mayor liquidez, como consecuencia de la introducción del euro. El gráfico A también sugiere que mientras que, en Estados Unidos, el mercado de renta fija de alta rentabilidad tardó algún tiempo en despegar, en la zona del euro el mercado creció de manera relativamente rápida tras su creación. En el primer trimestre del 2004, la emisión de bonos de alta rentabilidad en la zona del euro se mantuvo en torno al 3% de la emisión bruta total de renta fija privada con calificación de grado de inversión (véase gráfico B).

Otra posible explicación del rápido desarrollo del mercado de renta fija de alta rentabilidad en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos, es que las innovaciones financieras tienden a desarrollarse con más celeridad en otras regiones del mundo si han demostrado ser de utilidad en otro país².

1 Los bonos con grado de inversión son aquellos que al menos están calificados como Baa por Moody's o BBB por Standard & Poor's.

2 Véase De Bondt, G. y D. Marqués (2004), «The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area», ECB Working Paper N.º 313.

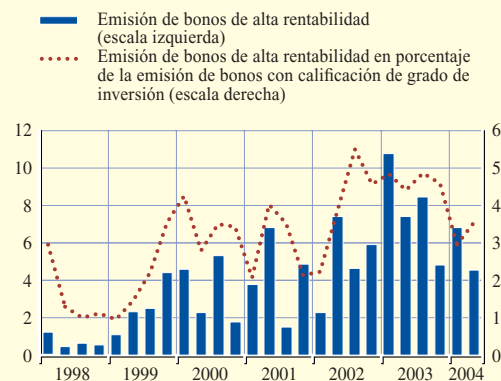
En este sentido, Estados Unidos tuvo que desempeñar la función de país pionero, mientras que los agentes económicos de la zona del euro contaron desde el comienzo con la información que necesitaban sobre el mercado de renta fija de alta rentabilidad.

La reciente evolución de la zona del euro indica que la emisión de bonos de alta rentabilidad sigue siendo elevada. Sin embargo, si se compara con el mismo período del año 2003, durante los seis primeros meses del 2004 se registraron algunos descensos en los volúmenes emitidos (véase gráfico B), al igual que en el mercado de renta fija privada en su conjunto. Es probable que la mejora en las ganancias de las empresas del primer semestre del 2004 haya reducido, en parte, su necesidad de financiación externa.

En el primer semestre del año 2004, los diferenciales entre los bonos de alta rentabilidad denominados en euros y la deuda pública alcanzaron sus niveles más reducidos desde que se inició el mercado de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro en torno a 1998, lo que refleja el acusado descenso de los diferenciales en el 2003 (véase gráfico C). Esto sugiere que el riesgo de crédito, tal y como lo perciben los participantes en el mercado, se sitúa en niveles bajos en la zona del euro, lo que está en consonancia con la tendencia de las agencias de calificación crediticia durante los últimos trimestres de reducir el número de empresas a las que se rebaja la calificación en relación con aquellas a las que se le mejora. En general, el coste de la financiación en el mercado de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro es, en este momento, muy favorable.

Gráfico B Emisión bruta de bonos de alta rentabilidad en la zona del euro

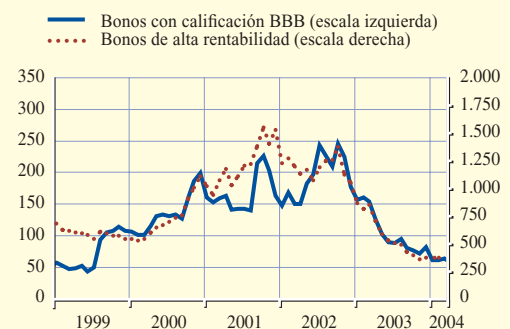
(mm de euros; porcentaje de la emisión total de bonos de calificación de grado inversión)



Fuente: Dealogic Bondware.
Nota: Incluye los bonos de alta rentabilidad emitidos en euros y en las antiguas monedas nacionales por empresas de la zona del euro.

Gráfico C Diferenciales entre bonos de alta rentabilidad y renta fija privada con calificación BBB en la zona del euro

(en puntos básicos; media mensual de las observaciones diarias)



Fuente: Bloomberg y Merrill Lynch.
Nota: Los diferenciales se calculan como la diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada de alta rentabilidad (y el índice de renta fija privada con calificación BBB) y el rendimiento del índice Merrill Lynch de deuda pública de la zona del euro con calificación AAA.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

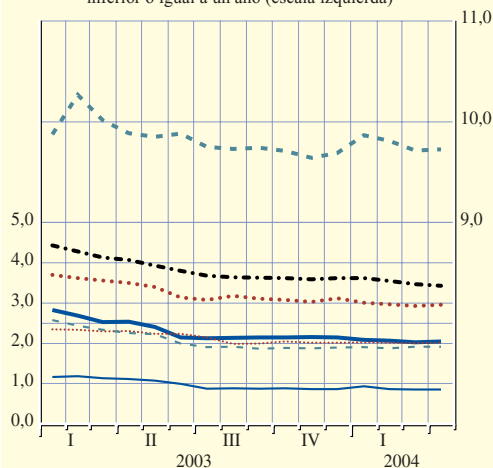
Los tipos de interés aplicados por las IFM se modificaron ligeramente en abril del 2004. Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones han descendido desde junio del 2003, mientras que, en general, los tipos a largo plazo aplicados por estas instituciones a las nuevas operaciones han aumentado.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no registraron variaciones en abril del 2004 (véase gráfico 12). No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, han disminuido levemente desde junio del 2003, cuando el BCE redujo 50 puntos básicos, hasta el 2%, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Por ejemplo, el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año descendió unos 40 puntos básicos entre junio del 2003 y abril del 2004, al tiempo que el de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, sin fijación del tipo y con periodo inicial de fijación inferior o igual a un año, y el de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (esto es, disponibles con preaviso hasta tres meses) disminuyeron 20 puntos básicos, aproximadamente. Los tipos de interés de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras y los de los descubiertos bancarios de los hogares se redujeron unos 15 puntos básicos, mientras que el tipo de los depósitos a corto plazo de los hogares (es decir, a plazo hasta un año) cayó menos de 10 puntos básicos.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

- Tipo a tres meses del mercado monetario (escala izquierda)
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación de tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año (escala izquierda)
- - - Descubiertos en cuenta de los hogares (escala derecha)
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Depósitos de los hogares disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses (escala izquierda)
- - - Depósitos de los hogares a plazo inferior o igual a un año (escala izquierda)
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año (escala izquierda)



Fuente: BCE.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- - - Préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años



Fuente: BCE.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones apenas registró variaciones en abril del 2004 (véase gráfico 13). En horizontes temporales más amplios, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se mantuvieron, en general, acordes con los tipos de mercado comparables, aunque fueron menos volátiles que estos últimos, en parte debido al lento ajuste habitual de los tipos de interés aplicados por las IFM. En líneas generales, entre junio del 2003 y abril del 2004, el tipo de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación de más de cinco años se elevó casi 30 puntos porcentuales, mientras que el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años sólo se incrementó algunos puntos básicos. En comparación, durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a cinco años aumentó más de 50 puntos básicos, tras registrar un nivel excepcionalmente bajo en junio del 2003.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En las principales economías, las cotizaciones bursátiles se elevaron en junio aprovechando las revisiones al alza de las expectativas de rentabilidad de las empresas por parte de los participantes en el mercado. Además, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable siguió disminuyendo en junio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles experimentaron un ligero aumento en junio, situándose el 30 de ese mes en niveles prácticamente similares a los registrados a comienzos del 2004 (véase gráfico 14). El leve descenso observado en los precios del petróleo en junio y las revisiones al alza de las expectativas de beneficios empresariales de los participantes en el mercado ejercieron presiones alcistas sobre las cotizaciones bursátiles. En conjunto, entre finales de mayo y el 30 de junio, el índice Standard & Poor's 500 amplió subió un 2%, mientras que el índice Nasdaq compuesto, que incluye principalmente valores tecnológicos, ganó un 3%.

La incertidumbre del mercado de renta variable estadounidense, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, se redujo ligeramente entre finales de mayo y el 30 de junio, fecha en la que se situó por debajo de su media histórica desde 1999 (véase gráfico 15).

JAPÓN

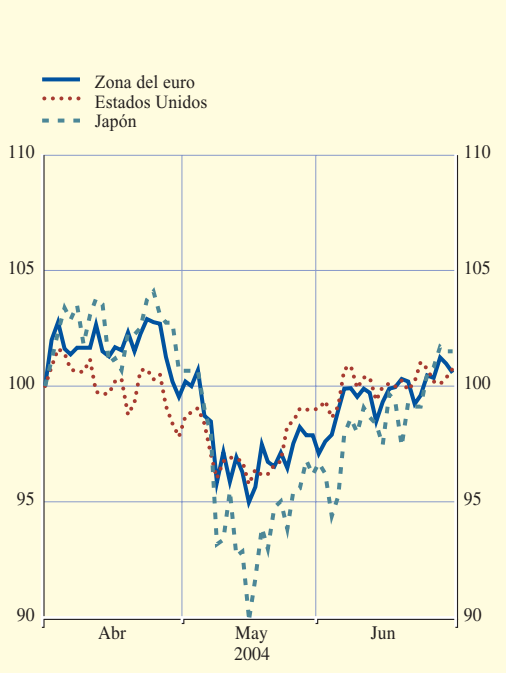
En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron un 6% entre finales de mayo y el 30 de junio. La subida generalizada de las cotizaciones bursátiles observada en junio pareció ser resultado de la percepción por los participantes en el mercado de mejores perspectivas económicas para el país. Además, también puede haber influido favorablemente la menor incertidumbre en torno a la evolución futura del precio de las acciones. La media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225 disminuyó en junio, hasta situarse el día 30 en un nivel inferior a su media histórica desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, subieron un 3% en junio. Al igual que en Estados Unidos, en la zona del euro las cotizaciones bursátiles se vieron también sometidas a presiones alcistas generadas por el ligero descenso de los precios del petróleo y por las continuas revisiones al alza de las expectativas de beneficios empresariales de los participantes en el mercado. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del

Gráfico 14 Índices bursátiles

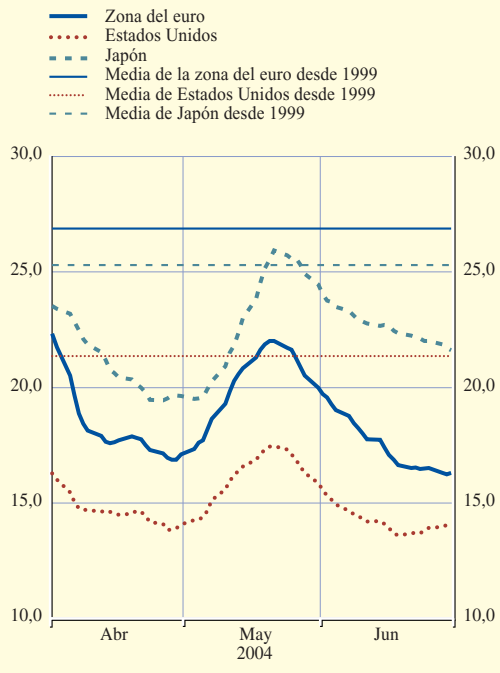
(índice: 1 abril 2004 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.
Nota: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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 implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos, y el Nikkei 225 para Japón.

euro, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de esos mercados obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, disminuyó entre finales de mayo y el 30 de junio, fecha en la que se situó en torno al 16%, muy por debajo de su media histórica desde 1999. Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada recientemente en la zona del euro, las cotizaciones bursátiles de la mayor parte de los sectores económicos incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX subieron en junio.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,5% en mayo del 2004, desde el 2% registrado en abril, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía provocada por la subida de los precios del petróleo. Se estima que la inflación de junio se ha reducido ligeramente, hasta el 2,4%. Los precios del petróleo están también, en gran medida, en el origen del reciente aumento de los precios industriales de la zona del euro. Por lo que se refiere a los indicadores de costes laborales, los últimos datos publicados correspondientes al primer trimestre del 2004 confirman que, tras el descenso que se venía observando desde el 2002, el crecimiento interanual de los salarios de la zona del euro se ha estabilizado. En cuanto a las perspectivas futuras, a corto plazo las recientes subidas de los precios del petróleo pueden seguir ejerciendo presiones al alza sobre la inflación, que se mantendrá, probablemente, por encima del 2% por más tiempo de lo que se esperaba hace unos meses. Sin embargo, según los últimos datos disponibles, a largo plazo la inflación debería permanecer en un nivel compatible con la estabilidad de precios, siempre que se mantenga la moderación salarial. Los riesgos de que no se cumplan estas perspectivas podrían proceder de nuevas presiones al alza sobre los precios de las materias primas, incluido el petróleo, de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados y, en este contexto, de posibles efectos secundarios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE JUNIO DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro ha disminuido ligeramente, hasta el 2,4%, en junio del 2004, desde el 2,5% registrado en mayo (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía de información detallada, se espera que las tasas de variación interanuales de la mayor parte de los componentes hayan experimentado escasos cambios. Sin embargo, como es habitual, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN MAYO DEL 2004

La inflación de la zona del euro se elevó al 2,5% en mayo del 2004, frente al 2% observado en abril, como resultado, fundamentalmente, de la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 16). La tasa de variación interanual de los precios energéticos ascendió al 6,7% en mayo, desde el 2% registrado en abril. Este incremento es consecuencia de un efecto de base derivado del descenso que experimentaron los precios del petróleo un año antes, tras la guerra de Iraq. Además, la incidencia al

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

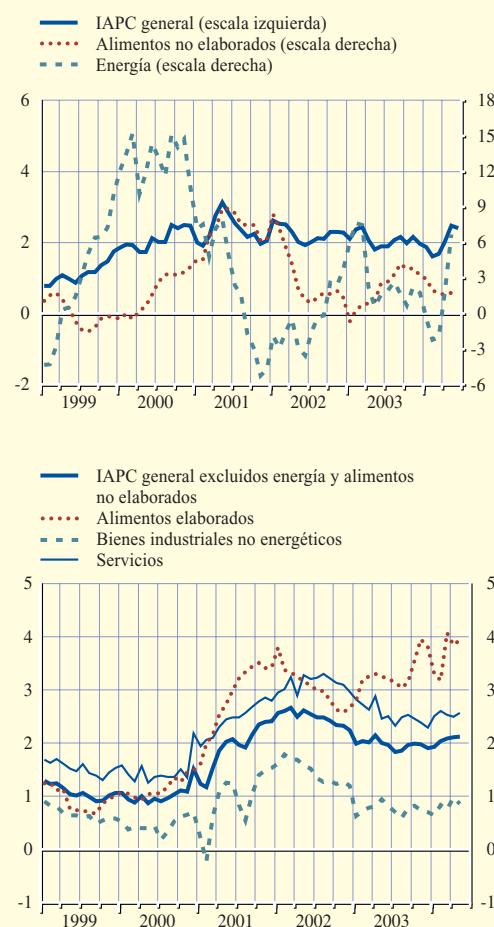
	2002	2003	2004 Ene	2004 Feb	2004 Mar	2004 Abr	2004 May	2004 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,3	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4
Energía	-0,6	3,0	-0,4	-2,2	-2,0	2,0	6,7	.
Alimentos no elaborados	3,1	2,1	2,9	1,9	1,7	1,6	1,7	.
Alimentos elaborados	3,1	3,3	3,3	3,2	4,1	3,9	3,9	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	0,6	0,8	0,7	1,0	0,9	.
Servicios	3,1	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-0,1	1,4	0,2	0,0	0,4	1,4	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	24,2	24,1	26,7	27,6	30,9	29,4
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	5,1	7,2	17,2	19,7	21,1	.

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

1) La inflación medida por el IAPC de junio del 2004 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

alza se vio reforzada por la subida de los precios del petróleo en euros (en casi un 30% entre enero y mayo del 2004). La elevación de los precios del petróleo observada este año y el efecto de base de la reducción de estos precios registrada en el 2003 han influido, en gran medida, en los precios de los combustibles líquidos y de la gasolina, que aumentaron en tasa interanual un 16,5% y un 11,1%, respectivamente, en mayo del 2004 (véase también el recuadro 3 sobre el impacto de los precios del petróleo sobre los precios de la zona del euro). En contraste con la fuerte tendencia al alza de los precios energéticos, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, el otro componente más volátil del IAPC, apenas creció en mayo del 2004.

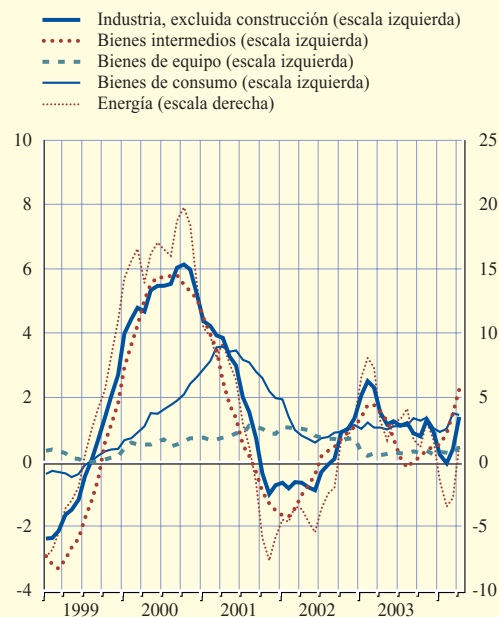
Como reflejo de la relativa estabilidad de los precios de cada uno de sus componentes, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo sin cambios en el 2,1% en mayo del 2004. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados permaneció sin variaciones en el 3,9%, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 0,9%. La mayor contribución a esta tasa de variación algo menor procedió de los productos farmacéuticos y de los vehículos de motor. Por último, los precios de los servicios aumentaron levemente en mayo, hasta situarse en el 2,6%, como consecuencia de la elevación estacional de los precios de las vacaciones organizadas. En conjunto, todo ello sugiere que no existe todavía ninguna evidencia de una transmisión significativa de los precios energéticos a los precios de consumo de los bienes y servicios no energéticos.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En fases anteriores de la cadena de precios, las presiones sobre los precios industriales crecieron en abril y mayo, como resultado, básicamente, de la subida de los precios del petróleo (véase gráfico 17). En abril, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el 1,4%, desde el 0,4% registrado en marzo. Los datos nacionales disponibles confirman que es probable que el aumento experimentado en mayo por los precios energéticos y, aunque en menor medida, por los precios de los bienes intermedios haya generado nuevas presiones al alza.

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

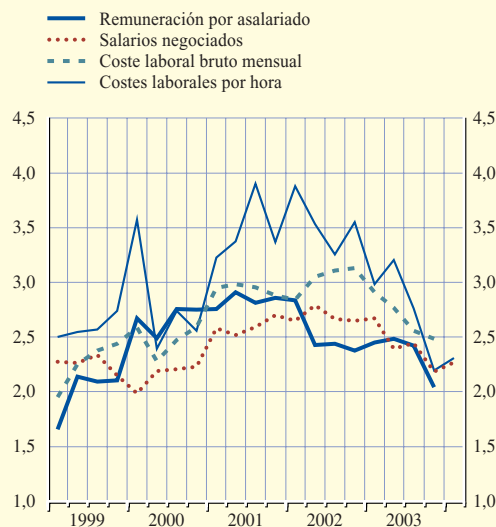
(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 18 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales confirman que el crecimiento salarial se ha estabilizado en el primer trimestre del 2004 (véase cuadro 5), tras el descenso que se venía observando desde comienzos del 2002 (véase gráfico 18). Los costes laborales por hora del sector de empresas no agrarias aumentaron un 2,3% en tasa interanual en el primer trimestre del 2004, frente al incremento del 2,2% registrado en el trimestre anterior. Esta evolución está en línea con la de los salarios negociados, lo que sería también señal de una estabilización del crecimiento de los costes laborales. Los primeros datos nacionales indicarían que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se elevó también ligeramente a principios del 2004. Sin embargo, se espera un descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios en el primer trimestre del 2004, como resultado de un nuevo y fuerte aumento de la productividad del trabajo.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
Salarios negociados	2,7	2,4	2,7	2,4	2,4	2,2	2,3
Costes laborales totales por hora	3,6	2,8	3,0	3,2	2,8	2,2	2,3
Coste laboral bruto mensual	3,0	2,7	2,9	2,8	2,6	2,5	.
Remuneración por asalariado	2,5	2,3	2,4	2,5	2,4	2,0	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,3	0,3	0,6	0,0	0,2	0,5	1,0
Costes laborales unitarios	2,2	2,0	1,8	2,5	2,2	1,6	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

De cara al futuro, el crecimiento estable de los costes laborales, junto con la esperada continuación de la recuperación cíclica del crecimiento de la productividad del trabajo, debería permitir que prosiga la moderación de las tasas de crecimiento interanuales de los costes laborales unitarios en el transcurso del 2004.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Los recientes aumentos de los precios de la energía, conjuntamente con la subida de los precios de las materias primas no energéticas, seguirán ejerciendo algunas presiones al alza sobre los precios de la zona del euro en los próximos meses. Sin embargo, los precios del petróleo en euros se estabilizaron en junio, levemente por debajo del nivel observado en mayo. En conjunto, como consecuencia del incremento de los precios del petróleo registrado hasta mayo, se prevé que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2% por más tiempo de lo esperado hace unos meses. No obstante, según los últimos datos disponibles, en un horizonte más dilatado la inflación debería permanecer en un nivel compatible con la estabilidad de precios, siempre que se mantenga la moderación salarial. Los riesgos de que no se cumplan estas perspectivas podrían proceder de nuevas presiones al alza sobre los precios de las materias primas, incluido el petróleo, generadas por el fuerte crecimiento económico mundial, así como de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados y, en este contexto, de posibles efectos secundarios.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y SU IMPACTO SOBRE LOS PRECIOS DE LA ZONA DEL EURO

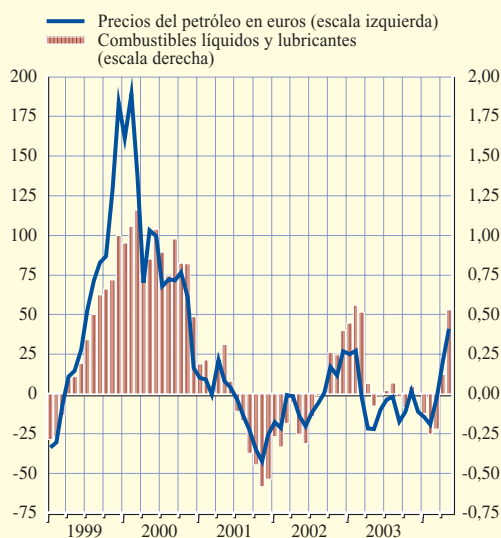
Los precios del petróleo en euros han aumentado casi un 16% desde el inicio del 2004, alcanzando los 27,5 euros por barril el 30 de junio, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo en dólares y de la moderada depreciación del euro registradas durante este período. Este incremento ha generado ya algunas presiones al alza sobre los precios industriales y los precios de consumo de la zona del euro. En el presente recuadro se analizan brevemente los factores determinantes de esta subida de los precios del petróleo y se hace hincapié en el impacto de este aumento sobre los precios de la zona del euro, distinguiendo entre efectos directos, indirectos y secundarios.

Varios factores han contribuido al alza de los precios del petróleo en el 2004. Al mejorar la situación económica mundial, se ha producido una fuerte demanda de petróleo, especialmente en China y en Estados Unidos. Según las previsiones actuales de la Agencia Internacional de la Energía, la demanda de petróleo crecerá en el 2004 al ritmo más elevado de los últimos 23 años. A esta evolución de los precios contribuyeron también las declaraciones realizadas en los tres primeros meses del 2004 por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que anunció en varias ocasiones que frenaría la producción por encima de su cuota y que reduciría su cuota en el segundo trimestre del 2004. Aunque esta reducción de la cuota nunca estuvo acompañada por una disminución efectiva de la producción, propició la especulación, ya que los participantes en el mercado creyeron que los recortes de producción eran inminentes. La OPEP ha anunciado recientemente que aumentará su cuota de producción en el verano, pero se trata sólo de la adaptación de la cuota a los niveles efectivos de producción. Además, la situación en Iraq y las amenazas a las instalaciones petrolíferas de Arabia Saudí han agudizado los temores relativos a la seguridad del suministro de petróleo y han incrementado las presiones sobre los precios.

Por lo que respecta al impacto de la subida de los precios del petróleo sobre los precios de la zona del euro, conviene distinguir entre efectos directos, indirectos y secundarios. En primer lugar, los *efectos directos* se refieren a la incidencia de una variación del precio del petróleo sobre el IAPC general a tra-

Gráfico A Precios del petróleo y contribución de los componentes energéticos a la inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanuales; contribución a la inflación medida por el IAPC, en puntos porcentuales)



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

Gráfico B Precios del petróleo y precios industriales de los bienes intermedios

(tasas de variación interanuales)



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

vés de su repercusión inmediata sobre los precios de consumo de la energía. En el gráfico A se observa que las variaciones de precios del petróleo tienen un efecto casi inmediato sobre los componentes de los precios energéticos relacionados con el petróleo, especialmente los combustibles líquidos y los lubricantes para material de transporte personal. Sin embargo, este efecto parece ser más moderado que el que produjo el elevadísimo aumento de los precios del petróleo registrado en los años 1999 y 2000. Como regla general, se suele considerar que un incremento de los precios del petróleo en euros de un 10% origina un incremento inmediato de la tasa de variación interanual de los precios de consumo de la energía de 1 punto porcentual. Dado que la energía tiene una ponderación del 8,1% en el IAPC general, la inflación medida por el índice general de precios de consumo se eleva en aproximadamente 0,1 puntos porcentuales durante el trimestre en el que se produce la perturbación de los precios del petróleo. En consecuencia, el efecto directo de la reciente subida de los precios del petróleo ha sido una elevación de unos 1,6 puntos porcentuales de la inflación en los precios de la energía y un aumento de 0,2 puntos porcentuales de la inflación medida por el índice general, desde enero del 2004. Cabe señalar que el incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía observado desde enero del presente año ha sido mayor que el que se deriva meramente del efecto directo de la subida de los precios del petróleo. Ello se debe, en gran medida, a unos efectos de base, en virtud de los cuales el descenso de los precios de la energía registrado en el primer semestre del 2003 ha impulsado al alza las tasas de variación interanuales en el primer semestre del 2004.

En segundo lugar, los *efectos indirectos* se refieren a que, además de tener efectos directos, una perturbación de los precios del petróleo puede repercutir en los precios de otros bienes y servicios a través del aumento de los costes de los consumos intermedios de la energía y puede provocar una variación más generalizada de los precios. Dado que la energía es un factor importante en la producción de bienes y servicios, una subida de los precios del petróleo puede generar un incremento de los precios industriales. En el gráfico B, que muestra el movimiento coincidente de los precios del petróleo y de los precios industriales de los bienes intermedios, se observa que el impacto de los precios

del petróleo sobre los precios industriales parece materializarse con un retraso de varios meses. Los productores pueden atenuar el efecto indirecto de las variaciones de precio del petróleo, modificando sus márgenes de tal forma que sólo parte de la elevación de los costes se traslade al consumidor. Así, el efecto indirecto sobre los precios de consumo tarda en materializarse. El gráfico revela también que los precios industriales de los bienes intermedios han subido ya considerablemente, en respuesta al aumento de los precios del petróleo registrado desde comienzos de año, aunque también refleja, en parte, el alza de los precios de las materias primas no energéticas.

Por último, los *efectos secundarios* se refieren a la posibilidad de que, además de los efectos directos e indirectos mencionados anteriormente, una perturbación de los precios del petróleo tenga un impacto adicional sobre la inflación, al influir en la negociación salarial y la fijación de precios. Un aumento de la inflación debido a los efectos directos e indirectos de una subida de los precios del petróleo puede resultar en un mayor crecimiento salarial, si los asalariados intentan recobrar el poder adquisitivo que tenían antes de la perturbación. Ello podría suponer un incremento de los costes laborales unitarios y, por ende, presiones al alza sobre la inflación, si los productores trasladan el aumento de los costes salariales a los consumidores. De forma similar, incluso empresas que no se ven afectadas por las perturbaciones de costes podrían tratar de recuperar el valor real de sus márgenes, elevando sus precios. El alza de los precios del petróleo implica una pérdida en la relación de intercambio para la economía de la zona del euro y, por consiguiente, una reducción de la renta real. Esta pérdida no puede evitarse para la economía en general. Los efectos secundarios se pueden contener si la negociación salarial y la fijación de precios se basan más en las expectativas de inflación a medio plazo que en la inflación observada. Así pues, en el contexto de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, este canal debería ser mucho menos importante que el directo y el indirecto. Por otro lado, el que se produzcan o no efectos secundarios depende también de si el contexto económico, en particular la situación del mercado de trabajo, fomenta mayores demandas salariales, lo que no ocurre en las circunstancias actuales. Sin embargo, el BCE estará atento a la posible aparición de efectos secundarios generados por el reciente aumento de los precios del petróleo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La última información sobre la actividad en la zona del euro indica que la recuperación continuó en el segundo trimestre de este año. En concreto, los datos procedentes de las encuestas sugieren que es probable que tanto la industria como los servicios hayan contribuido al crecimiento en ese trimestre. Sin embargo, la evolución del mercado de trabajo sigue siendo moderada. De cara al futuro, tanto los factores externos como los internos deberían contribuir a sostener el crecimiento.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

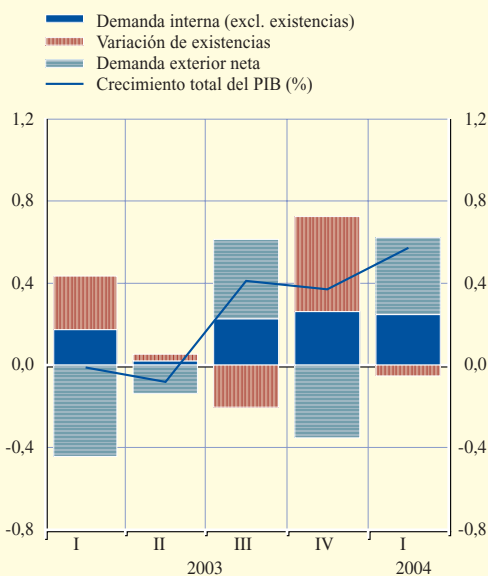
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Como se mencionó el mes pasado, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue intenso en el primer trimestre del 2004, un 0,6% en tasa intertrimestral, según la primera estimación de Eurostat (véase gráfico 19). El aumento del crecimiento del PIB real entre el segundo semestre del 2003 y el primer trimestre del 2004 se debió, fundamentalmente, al repunte registrado en el consumo y en las exportaciones.

Desde que se dio a conocer la primera estimación, se han hecho públicos datos adicionales de contabilidad nacional de los distintos países, que confirman la estimación del PIB. Al mismo tiempo, es probable que se produzcan algunas revisiones en la composición del crecimiento por el lado del gasto cuando Eurostat publique su segunda estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro. En particular, parece que, en este momento, la inversión ha sido más intensa de lo que Eurostat estimó inicialmente. Además, se ha de recordar que la inversión total de la zona del euro se vio atenuada por la debilidad de la inversión en construcción en Alemania durante el primer trimestre. Si se excluye este componente, el crecimiento de la inversión parece haber aumentado a comienzos de este año con respecto a finales del año 2003. Junto con el repunte del consumo y de las exportaciones, esta valoración del comportamiento

Gráfico 19 Contribuciones al crecimiento del PIB real

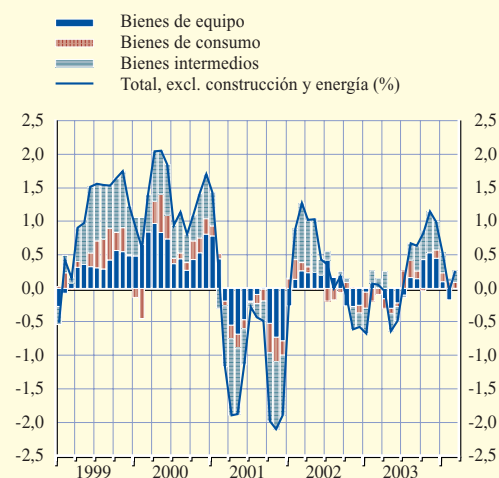
(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial

(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.

de la inversión indica que el crecimiento del PIB fue generalizado en el primer trimestre, lo que supone una señal favorable para la evolución futura de la actividad en la zona del euro.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En el primer trimestre del 2004, el crecimiento de la actividad fue generalizado en todas las ramas, siendo iguales las contribuciones de la industria y de los servicios al crecimiento del valor añadido total (en torno a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual). Las actividades de mercado y, dentro de este subsector, los servicios financieros y empresariales, así como el comercio y el transporte, fueron responsables de la recuperación del crecimiento en los servicios. En cuanto a la industria, los datos por países de que se dispone actualmente apuntan a que, en el primer trimestre, el crecimiento del valor añadido fue algo menor de lo que indicaban las cifras publicadas por Eurostat el 1 de junio de 2004. Una revisión a la baja en las próximas estimaciones cerraría, en parte, la brecha entre el valor añadido de la industria y los datos de producción industrial en el primer trimestre. Sin embargo, las posibles revisiones no afectan a la valoración de la actividad en esta rama. Teniendo en cuenta otros indicadores como los datos procedentes de las encuestas y las exportaciones, la actividad industrial parece haber seguido aumentando en el primer trimestre de este año a un ritmo más vigoroso que el mostrado por los datos de producción industrial

La información disponible sobre la evolución de la industria hasta abril apunta a una continuación del crecimiento en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más moderado (véase gráfico 20). Tras registrarse cierta volatilidad hacia finales de año, la tasa de crecimiento intermensual de la producción industrial (excluida la construcción) fue prácticamente estable y ligeramente positiva de febrero a abril del 2004. En términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de la producción industrial se situó en el 0,4% en abril. El sólido crecimiento de la cartera de pedidos en los últimos meses sugiere que la producción industrial podría intensificarse.

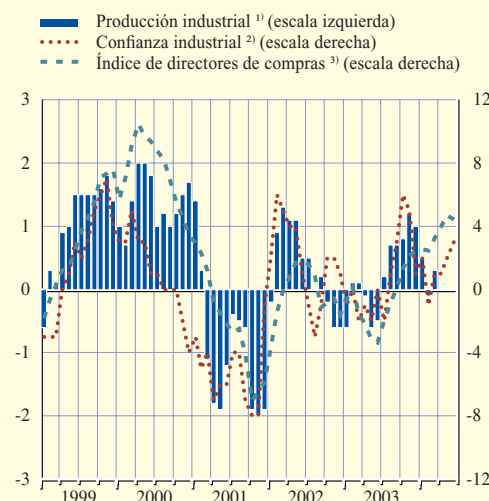
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y A LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas correspondientes al segundo trimestre del 2004 respaldan la opinión del crecimiento en curso en la industria y los servicios.

Comenzando por la industria, tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el índice de directores de compras para las manufacturas se incrementaron en el segundo trimestre del 2004 con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 21). Por lo que se refiere al indicador de la Comisión, el aumento de la confianza total se debió, fundamentalmente, a la gran mejora que se produjo en la valoración de las carteras de pedidos por parte de las empresas. En junio del 2004, este indicador alcanzó su nivel más elevado desde mediados del 2001. La valoración de las existencias de productos terminados también mejoró ligeramente, mientras que las expectativas de producción se mantuvieron prácticamente sin cambios, tras los pronunciados avances registrados desde mediados del 2003 hasta comienzos de este año. Del

Gráfico 21 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

- 1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestrales.
- 2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

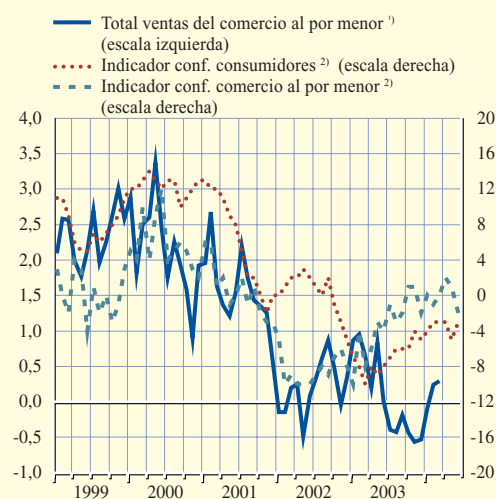
índice de directores de compras se deriva una información que es coherente con la de la encuesta de la Comisión, con mejoras en la cartera de pedidos y una reducción de existencias de los productos terminados en el segundo trimestre del 2004. El mayor número de compras y los menores tiempos de entrega de los proveedores —dos áreas que la encuesta de la Comisión Europea no abarca— también contribuyeron a elevar el índice de directores de compras.

Los resultados de las encuestas relativas a los servicios en el segundo trimestre fueron más dispares. Según la encuesta de la Comisión Europea, la confianza de los servicios se redujo en enero del 2004. Si se observa la trayectoria anterior, la confianza de los servicios apenas ha experimentado cambios desde noviembre del 2003, después del fuerte incremento registrado a largo del pasado año. Pese a las diferencias en la evolución interanual, si se consideran los datos disponibles hasta mayo del 2004, el índice de directores e compras para los servicios muestra un patrón bastante similar al de la encuesta de la Comisión. Tras un marcado aumento a partir del segundo semestre del año pasado, el índice de directores de compras ha retrocedido levemente en los meses pasados. A pesar de los últimos descensos, la actual lectura de ambas encuestas relativas a los servicios sigue siendo compatible con el crecimiento en curso observado.

En conjunto, los datos procedentes de las encuestas sugieren que tanto la industria como los servicios probablemente contribuyan al sostenimiento de la actividad en el segundo trimestre. En el caso de la industria en particular, los resultados de las encuestas se corresponden con nuevas mejoras en este sector. Los resultados para los servicios son más dispares, pero siguen siendo coherentes con la continuación del crecimiento en esta rama de actividad.

Gráfico 22 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

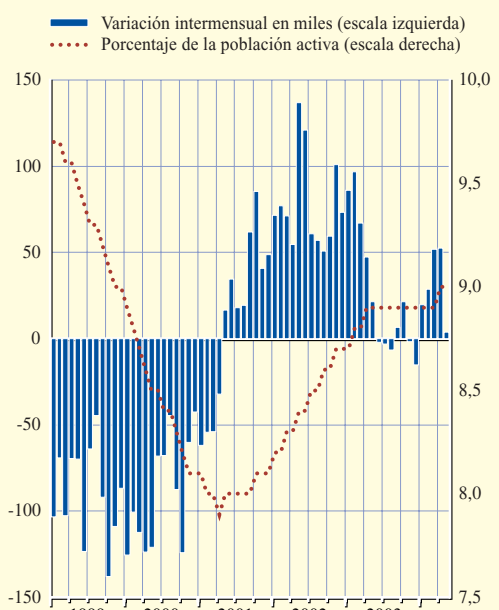
(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
 1) Tasas de variación interanuales; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.
 2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para el indicador de 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 23 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Las señales que proporcionan los datos disponibles sobre el gasto en consumo en el segundo trimestre del 2004 son positivas, aunque aún persiste cierto grado de incertidumbre, ya que sólo se cuenta con datos mensuales para algunos componentes del gasto en consumo.

Los datos disponibles hasta mayo sobre las matriculaciones de automóviles, y hasta abril en el caso de las ventas del comercio al por menor, indican un intenso crecimiento de estos componentes del gasto en consumo a principios del segundo trimestre. Aunque las matriculaciones de automóviles se redujeron ligeramente en mayo, tras un vigoroso incremento en abril, el nivel de matriculaciones, en media de estos dos meses, fue 1,7% por encima del primer trimestre del 2004. Según el avance de Eurostat, las ventas del comercio al por menor aumentaron de forma acusada en abril (véase gráfico 22).

Al interpretar los resultados de estos dos indicadores, se han de tener en cuenta su volatilidad y la cobertura parcial del consumo total. No se dispone de datos mensuales de los otros componentes del consumo, que representan algo más de la mitad del total. Según la encuesta de la Comisión, la confianza de los consumidores sigue en niveles reducidos, pese al ligero avance de junio del 2004 (véase gráfico 22). La encuesta presenta una valoración de los hogares relativamente pesimista tanto de las perspectivas generales como de las personales. En este contexto, la evolución del gasto en consumo total en el segundo trimestre es todavía incierta.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

En mayo del 2004, la tasa de desempleo se mantuvo en el 9%, sin cambios con respecto al mes anterior (véase gráfico 23). La estabilización de la tasa de paro oculta incrementos en el número de desempleados significativamente menores en mayo que en los primeros cuatro meses del 2004. A comienzos de año, el número de parados de la zona del euro se elevó con mucha mayor intensidad que en el segundo semestre del año pasado, sobre todo debido a la evolución de cada país. Pese a estos factores específicos a los distintos países, y a la evolución más favorable experimentada recientemente por la zona del euro, los últimos datos proporcionan indicios provisionales de un posible mínimo cíclico en el desempleo de la zona del euro.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				2004 I
	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	
Total de la economía	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,9	-1,5	-0,7	-0,1	0,2	0,0	-0,8
Industria	-1,2	-1,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4
Excluida la construcción	-1,4	-1,9	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5
Construcción	-0,6	-0,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,3	-0,1
Servicios	1,4	0,9	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Comercio y transporte	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2
Finanzas y empresas	2,4	1,2	0,1	0,2	0,3	0,6	0,4
Administración Pública	1,8	0,9	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

EMPLEO

El crecimiento del empleo fue cercano a cero en el primer trimestre de este año, en comparación con el trimestre anterior (véase cuadro 6). Si se observa la evolución anterior, el nivel de empleo se ha mantenido prácticamente sin cambios desde mediados del 2002. Los resultados agregados del empleo en el primer trimestre de este año reflejan los descensos continuados del empleo en la industria, mientras que la creación neta de empleo sigue siendo positiva en los servicios.

Los datos procedentes de las encuestas sugieren que este patrón podría continuar en el segundo trimestre, traduciéndose, probablemente, en una moderación de la creación neta de empleo. Según el indicador de la Comisión, las expectativas de creación de empleo en las manufacturas mejoraron, mientras que apenas registraron modificaciones en el índice de directores de compras. Si bien ambos indicadores difieren en términos de la evolución a corto plazo, ambos siguen presentando niveles reducidos en las expectativas de creación de empleo. En cuanto a los servicios, tanto el indicador de la Comisión como el índice de directores de compras, con datos hasta mayo del 2004, muestran mejoras en las expectativas de creación de empleo en el segundo trimestre.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La última información sobre la evolución de la actividad en la zona del euro confirma la valoración realizada anteriormente relativa a que es probable que el crecimiento haya sido sostenido en el segundo trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación continúe, basada tanto en factores externos como internos favorables. Estos factores incluyen una intensa expansión en la mayoría de las regiones económicas del mundo, que beneficiará las exportaciones de la zona del euro y debería animar a las empresas a intensificar sus planes de inversión. El entorno inversor también es más favorable por las actuales condiciones de financiación. El crecimiento del consumo privado debería ir a la par que los aumentos de la renta real disponible, que, con el desfase habitual, tendría también que estar respaldado por un fortalecimiento del crecimiento del empleo. Este escenario de recuperación económica sostenida puede verse afectado por determinados factores. Por una parte, el crecimiento de la zona del euro en el primer trimestre fue más intenso de lo previsto, lo que puede afianzar su dinámica a corto plazo. El vigoroso crecimiento en curso en la economía mundial podría traducirse también en una actividad más intensa de lo previsto en la zona del euro. Por otra parte, aunque los precios del petróleo han descendido ligeramente, se mantienen en niveles elevados y podrían moderar el crecimiento a través, fundamentalmente, de su efecto en la relación de intercambio de la zona del euro. Además, en horizontes más dilatados existen motivos de preocupación respecto a la persistencia de desequilibrios de carácter internacional.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

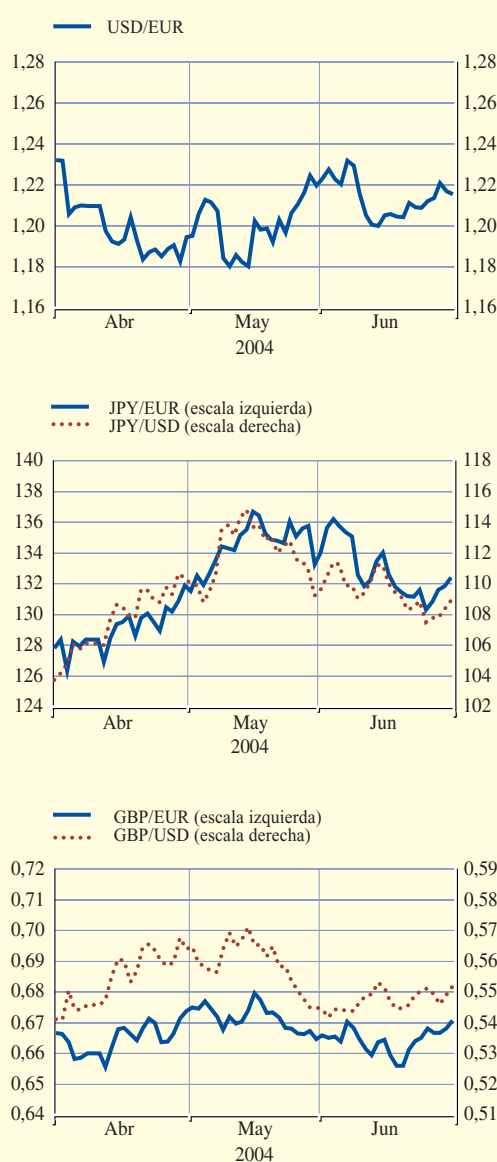
La cotización del euro permaneció sin cambios en junio, pese a ciertas fluctuaciones en la mayoría de los principales tipos de cambio bilaterales. Los mercados de divisas estuvieron dominados, fundamentalmente, por la evolución del yen japonés, sustentada en las nuevas evidencias de un fortalecimiento de la recuperación económica nipona. El 27 de junio se decidió, de mutuo acuerdo y conforme al procedimiento previsto, la inclusión de las monedas de Estonia, Lituania y Eslovenia en el MTC II. Sus paridades centrales frente a la moneda única se fijaron en 15,6466 coronas, 3,45280 litai y 239,640 tolares, respectivamente, por euro, con efectos a partir del 28 de junio. En cuanto a las monedas de los restantes Estados miembros de la UE, el aspecto más destacado fue la apreciación del zloty polaco frente a la divisa europea.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras su depreciación frente al dólar estadounidense en la primera quincena de junio, la cotización del euro se recuperó en la segunda mitad del mes (véase gráfico 24). Estas fluctuaciones podrían haber guardado relación con la publicación de datos de naturaleza dispar sobre la actividad económica en la zona del euro y en Estados Unidos y con su impacto sobre las expectativas de los participantes en el mercado acerca de los futuros diferenciales de rendimientos entre ambas áreas económicas. El fortalecimiento del dólar frente al euro y a otras destacadas divisas observado en la primera mitad de junio parece haber estado relacionado con las reacciones del mercado ante un informe de empleo muy positivo en Estados Unidos. Sin embargo, posteriormente en el mismo mes, las informaciones sobre el nuevo aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense en el primer trimestre del 2004, así como la interpretación bastante favorable que los mercados realizaron de los datos de inflación del mes de mayo en ese país, incidieron en la moneda estadounidense. La decisión, adoptada el 30 de junio por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, de elevar en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia de los fondos federales, hasta situarlo en el 1,25%, había sido anticipada por los participantes en el mercado y careció de efectos apreciables sobre los tipos de cambio. El 30 de junio, el euro cotizaba a 1,22 dólares, un nivel similar al registrado a finales de mayo y un 7,5% por encima de la media del año 2003.

Gráfico 24 Evolución de los tipos de cambio

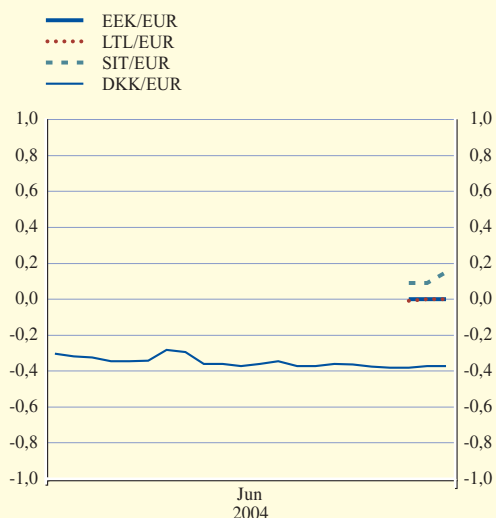
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio en el Mecanismo de Tipos de Cambio II

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



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

El yen japonés se apreció frente al euro durante la mayor parte del período de referencia (véase gráfico 24). La evolución de los tipos de cambio de la moneda japonesa parece haber estado relacionada, en gran medida, con la publicación de datos indicativos de una sólida demanda interna en Japón. Estas perspectivas favorables también tuvieron su reflejo en un aumento del rendimiento de los activos japoneses. El 30 de junio, el euro cotizaba a 132,4 yenes, esto es, un 0,6% por debajo del nivel registrado a finales de mayo y en torno a un 1% por encima de la media del año 2003.

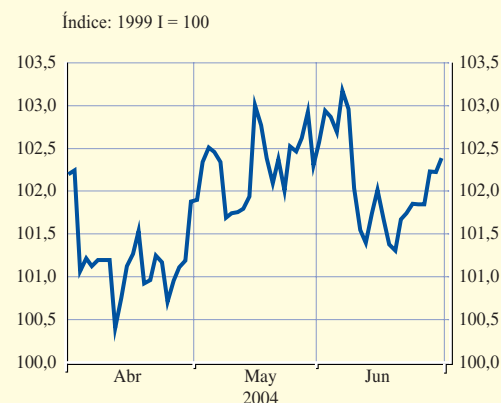
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho, próximo a su paridad central (véase gráfico 25). El 27 de junio se decidió que la corona estonia, la litas lituana y el tolar esloveno entrarían a formar parte del MTC II (véase recuadro 4). En el recuadro 5 se lleva a cabo un repaso de las convenciones y procedimientos existentes en el MTC II.

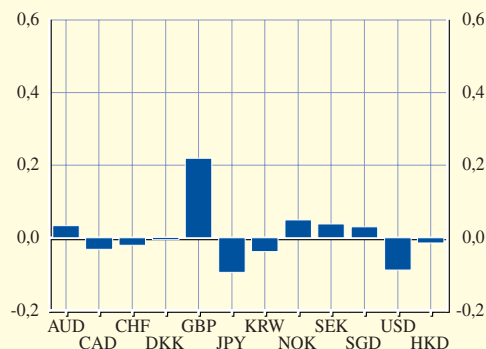
Por lo que respecta a las monedas de los restantes Estados miembros de la UE, la libra esterlina se depreció de forma moderada frente al euro en junio, en un contexto cambiario caracterizado por fluctuaciones relativamente amplias (véase gráfico 24). La decisión adoptada el 10 de junio por el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de elevar su tipo repo en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 4,5%, no tuvo efectos significativos sobre los mercados. El 30 de junio, el euro cotizaba a 0,67 libras esterlinas, esto es, menos de un 1% por encima del nivel observado a finales de mayo y un 3,1% por de-

Gráfico 26 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
31 may 2004 a 30 jun 2004
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de los 12 socios comerciales más importantes.

2) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 socios comerciales más importantes.

Recuadro 4

INCLUSIÓN DE LAS MONEDAS DE ESTONIA, LITUANIA Y ESLOVENIA EN EL MECANISMO DE TIPOS DE CAMBIO II (MTC II)

A petición de las autoridades estonias, lituanas y eslovenas, los ministros de los Estados miembros de la Unión Europea integrados en la zona del euro, el presidente del Banco Central Europeo y los ministros y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca y de cada uno de los países mencionados decidieron el 27 de junio de 2004, de mutuo acuerdo, con arreglo a un procedimiento común en el que participa la Comisión Europea, y previa consulta al Comité Económico y Financiero, incluir las monedas de Estonia, Lituania y Eslovenia en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (véanse los comunicados de la Unión Europea de la misma fecha).

Los tipos centrales frente al euro de la corona estonia han quedado fijados en 15,6466 coronas/euro; los de la litas lituana en 3,45280 litai/euro; y los del tolar esloveno en 239,640 tolares/euro. En los tres casos se respetará la banda de fluctuación estándar de más o menos 15 por ciento en torno a estos tipos centrales. De manera correspondiente, los tipos de intervención obligatorios de estas monedas han quedado fijados con efectos a partir del 28 de junio de 2004, como se muestra en el cuadro siguiente. El tipo central frente al euro y los tipos de intervención obligatorios de la corona danesa se mantienen sin cambios, reflejando una banda de fluctuación del 2,25%.

Tipos centrales y de intervención obligatorios entre el euro y las monedas de Estados miembros participantes en el MTC II, en vigor a partir del 28 de junio de 2004 (EUR 1=)

	Corona danesa (DKK)	Corona estonia (EEK)	Litas lituana (LTL)	Tolar esloveno (SIT)
Tipo superior	7,62824	17,9936	3,97072	275,586
Tipo central	7,46038	15,6466	3,45280	239,640
Tipo inferior	7,29252	13,2996	2,93488	203,694

Tras una evaluación detallada de la adecuación y sostenibilidad de los sistemas de *currency board* de Estonia y de Lituania, se aceptó que ambos países se incorporen al MTCII con sus sistemas de *currency board* actuales, comprometiéndose de forma unilateral, por lo que no se derivan de ello obligaciones adicionales para el BCE.

Los acuerdos sobre la participación de la corona estonia, la litas lituana y el tolar esloveno se basan en el compromiso decidido de las autoridades de estos países en relación con varias áreas de política económica.

El acuerdo sobre la participación de la corona estonia en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades estonias de poner en práctica políticas presupuestarias saneadas, esenciales para preservar la estabilidad macroeconómica, para favorecer una reducción ordenada y significativa del déficit por cuenta corriente y para asegurar la sostenibilidad del proceso de convergencia. Las autoridades realizarán, junto con los organismos comunitarios correspondientes, un estrecho seguimiento de la evolución macroeconómica y, si fuera preciso, endurecerán la orientación de la política fiscal. Con el fin de contribuir a reducir el desequilibrio exterior y mantenerlo en un nivel sostenible, las autoridades estonias adoptarán las medidas necesarias para contener el crecimiento del crédito interno y garantizar una supervisión financiera efectiva y, asimismo, fomentarán la moderación salarial. Las reformas estructurales encaminadas a reforzar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía se aplicarán a su debido tiempo, de modo que se fortalezcan los mecanismos internos de ajuste y se mantenga la competitividad general de la economía.

El acuerdo sobre la participación de la litas lituana en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades lituanas de poner en práctica políticas presupuestarias saneadas, esenciales para preservar la estabilidad macroeconómica y para asegurar la sostenibilidad del proceso de convergencia. Las autoridades, junto con los organismos comunitarios correspondientes, realizarán un estrecho seguimiento de la evolución macroeconómica. El objetivo del Gobierno lituano de lograr un presupuesto equilibrado en el medio plazo ha de basarse en una estrategia a medio plazo creíble y con objetivos presupuestarios ambiciosos. La política presupuestaria saneada y la determinación de contener el crecimiento del crédito interno, ayudadas por una supervisión financiera efectiva, contribuirán a asegurar la sostenibilidad de la posición de la balanza por cuenta corriente. Las reformas estructurales encaminadas a reforzar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía se aplicarán a su debido tiempo, de modo que se fortalezcan los mecanismos internos de ajuste y se mantenga la competitividad general de la economía.

El acuerdo sobre la participación del tolar esloveno en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades eslovenas de seguir adoptando las medidas necesarias para reducir la inflación de una manera sostenible. Ello incluye, principalmente, medidas orientadas a avanzar en la liberalización de los precios administrados y en la reducción de la indiciación, en especial en los mecanismos de fijación de salarios y de determinadas transferencias sociales. La evolución de los costes internos, en particular de los salarios, habrá de ser objeto de observación continua, con el fin de que se mantenga en línea con el crecimiento de la productividad. Las autoridades, junto con los organismos comunitarios correspondientes, realizarán un estrecho seguimiento de la evolución macroeconómica. La política fiscal deberá desempeñar un papel fundamental en el control de las presiones inflacionistas procedentes de la demanda y la supervisión financiera contribuirá a contener el crecimiento del crédito interno. Las reformas estructurales encaminadas a reforzar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía se aplicarán a su debido tiempo, de modo que se fortalezcan los mecanismos internos de ajuste y se mantenga la competitividad general de la economía.

bajo de la media del año 2003. En el período de referencia, la corona sueca se depreció moderadamente frente al euro, mientras que el zloty polaco se apreciaba un 2,6% con respecto a la moneda única. La decisión adoptada el 24 de junio por el Česká Národní Banka de elevar su tipo de interés de referencia en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 2,25%, no produjo un efecto duradero sobre la corona checa, que permaneció prácticamente estable frente al euro durante el período analizado. Las cotizaciones de la corona eslovaca, el lats letón, la libra chipriota y la lira maltesa también se mantuvieron, en líneas generales, sin variaciones frente a la moneda europea.

OTRAS MONEDAS

Por lo que respecta a otras monedas, el franco suizo mantuvo una relativa estabilidad frente al euro, al tiempo que la decisión adoptada el 17 de junio por el Banco Nacional Suizo de elevar la banda de objetivos de tipos de interés en 0,25 puntos porcentuales, hasta el intervalo comprendido entre el 0% y el 1%, parecía tener efectos sólo a muy corto plazo sobre los mercados de divisas. Por otra parte, la corona noruega se depreció un 2,9% frente al euro. Otros hechos destacables fueron la depreciación del dólar australiano (de un 3,1%) y la apreciación del dólar canadiense (de un 1,6%) frente a la moneda europea.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 30 de junio, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales –medido frente a las monedas de doce de los principales socios comerciales de la zona del euro– básicamente al mismo nivel que a finales de mayo y un 2,1% por encima de la media del año 2003 (véase gráfico 26).

5.2 BALANZA DE PAGOS

En abril del 2004 continuó la recuperación, impulsada por la demanda exterior, de las exportaciones de la zona del euro observada desde el segundo semestre del 2003. Dado el menor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones, el superávit de la balanza de bienes también aumentó en abril. Este resultado contribuyó a la recuperación del superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, el cual, tras alcanzar un mínimo hacia finales del pasado año, ha venido incrementándose desde comienzos del 2004. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas acumuladas en el período de doce meses hasta abril del 2004, frente a las entradas netas contabilizadas un año antes. Esta evolución fue resultado, fundamentalmente, de un notable aumento de las adquisiciones netas de activos en el exterior incluidos en la rúbrica de inversiones de cartera por parte de residentes en la zona del euro, así como de un descenso de las inversiones directas de cartera en la zona del euro por parte de no residentes.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un superávit de 9 mm de euros en abril del 2004 (que corresponde a un superávit de 0,4 mm de euros con datos sin desestacionalizar). Esta evolución obedeció a los superávits de las balanzas de bienes y de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»).

En comparación con el mes anterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se incrementó en abril del 2004 en 3,7 mm de euros, como reflejo, principalmente, de un aumento, por valor de 1,3 mm de euros, del superávit de la balanza de bienes y de una reducción, por importe de 2,6 mm de euros, de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. El mayor superávit de la balanza de bienes durante este período se debió a un crecimiento más rápido de las exportaciones que de las importaciones, expresadas ambas en términos nominales. El crecimiento de las exportaciones fue particularmente intenso (6,7% en tasa intermensual), confirmando la continuidad en abril de la recuperación, impulsada por la demanda exterior, de las exportaciones dirigidas fuera de la zona del euro observada a partir del segundo semestre del 2003. El aumento de las importaciones de petróleo en términos nominales, en un entorno de precios más elevados del crudo, podría explicar en parte el crecimiento de las importaciones de bienes en términos nominales registrado en abril (6,1% en tasa intermensual). La descomposición de las cifras nominales de exportaciones e importaciones en cifras reales y precios, actualmente disponibles hasta el primer trimestre del 2004, permite llevar a cabo un análisis más detallado de la evolución de los intercambios comerciales realizados con el exterior de la zona del euro (véase recuadro 6).

Recuadro 5

CONVENCIONES Y PROCEDIMIENTOS PARA EL MECANISMO DE TIPOS DE CAMBIO II (MTC II)

El Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II) se introdujo el 1 de enero de 1999, al inicio de la tercera fase de la UEM. Este mecanismo vincula las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro con el euro. Al contribuir a asegurar que los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que participan en el mecanismo de tipos de cambio orienten sus políticas hacia la estabilidad, el MTC II fomenta la convergencia y, por lo tanto, les ayuda en sus esfuerzos por adoptar el euro. La participación en este mecanismo es voluntaria para todos los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro. Sin embargo, como la pertenencia al MTC II es uno de los criterios de convergencia para la adopción final del euro, se espera que los nuevos Estados miembros se incorporen en algún momento al mecanismo. Los procedimientos operativos para el MTC II han quedado establecidos en un acuerdo entre el BCE y los BCN no pertenecientes a la zona del euro.

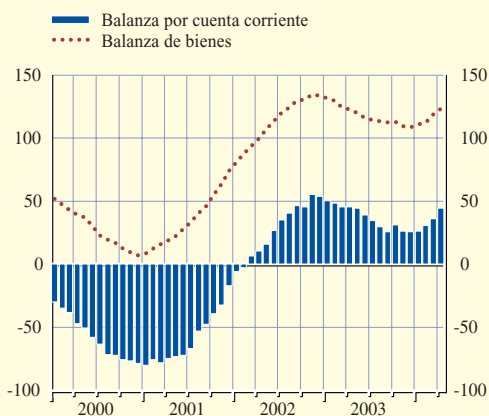
Para la moneda de cada Estado miembro participante en el mecanismo, se define un tipo central frente al euro y una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$, apoyada, en principio, por una intervención en los márgenes automática e ilimitada, teniendo disponible una financiación a muy corto plazo. Sin embargo, el BCE y los BCN participantes en el MTCII no pertenecientes a la zona del euro pueden suspender la intervención automática si ésta entrara en conflicto con su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. La cooperación en materia de política cambiaria puede reforzarse, por ejemplo, permitiendo el establecimiento de vínculos cambiarios más estrechos entre el euro y otras monedas del MTC II, siempre y cuando se considere apropiado a la vista del avance hacia la convergencia.

Serán de aplicación los siguientes rasgos operativos del mecanismo:

- Para todas las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II, el tipo de cambio aplicable al tipo central bilateral frente al euro se cotizará utilizando el euro como la moneda de base. Esto significa que el tipo de cambio se expresará como el valor de un euro utilizando seis cifras significativas para todas las monedas. La misma convención se aplicará para expresar los tipos de intervención superior e inferior frente al euro de las monedas de los Estados miembros participantes en el MTC II no pertenecientes a la zona del euro. Los tipos de intervención se fijarán añadiendo o substrayendo la amplitud de la banda acordada, expresada como porcentaje, a o de los tipos centrales bilaterales. Los tipos resultantes se redondearán a seis cifras significativas;
- Para reducir el riesgo de liquidación inherente a la intervención ilimitada en los márgenes, tanto el BCE como los BCN de la zona del euro que participen en la intervención aplicarán un procedimiento de pago previo pago, que también podrán aplicar los BCN participantes en el MTC II que no pertenezcan a la zona del euro;
- En circunstancias normales, tanto el BCE como los BCN de la zona del euro sólo realizarán intervenciones en el marco del MTC II entre las 9.00 h y las 17.00 h, hora central europea. Asimismo, tanto el BCE como los BCN de la zona del euro no intervendrán, en circunstancias normales, en las denominadas fiestas de TARGET (es decir, 1 de enero, Viernes Santo, Lunes de Pascua, 1 de mayo, 25 y 26 de diciembre). Los BCN de la zona del euro pueden tener, además, otros días festivos nacionales, mientras que los BCN no pertenecientes a la zona del euro pueden seguir sus propios calendarios de fiestas oficiales.

Gráfico 27 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro

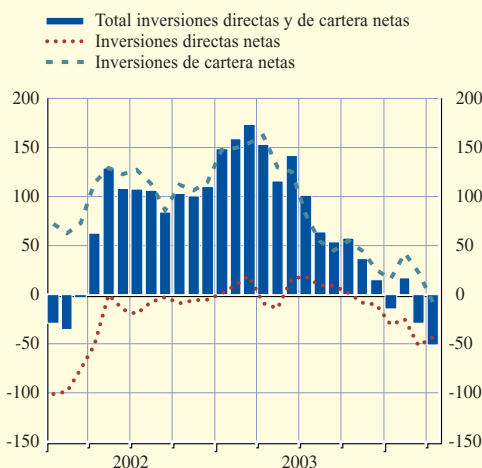
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados; saldos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Gráfico 28 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Nota: Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta en (de) la zona del euro.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha venido incrementando de forma gradual desde un mínimo de 26,1 mm de euros en diciembre del 2003 hasta alcanzar los 44,3 mm de euros (en torno a un 0,6% del PIB) en abril del 2004, una cifra similar a la observada un año antes (véase gráfico 27). Esta evolución ha obedecido, principalmente, a la mejora experimentada por el superávit de la balanza de bienes durante el mismo período, dados los sólidos datos de exportaciones registrados desde el tercer trimestre del 2003.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas salidas netas por importe de 6,3 mm de euros en abril, como reflejo de las salidas netas contabilizadas tanto en inversiones directas (3,3 mm de euros) como en inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones (15,3 mm de euros), que compensaron con creces las entradas netas en la rúbrica de valores distintos de acciones (12,4 mm de euros).

La evolución de las inversiones directas vino determinada por las salidas netas, tanto en acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos como en la rúbrica de «otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)». En lo que respecta a las inversiones de cartera, en abril se registraron adquisiciones netas de acciones y participaciones extranjeras por residentes en la zona del euro, junto con ventas netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Las salidas netas durante el citado mes contabilizadas en la rúbrica de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones podrían haber obedecido, en parte, a una mayor demanda de acciones y participaciones japonesas por parte de los inversores internacionales.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2004, los flujos agregados de inversiones directas y de cartera de la zona del euro arrojaron unas salidas netas acumuladas de 51 mm de euros, frente a las entradas netas por importe de 153,4 mm de euros

Recuadro 6

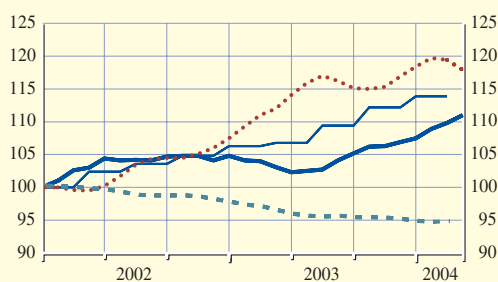
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO FUERA DE LA ZONA DEL EURO EN TÉRMINOS REALES Y DE SUS PRECIOS

Con arreglo a las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, las exportaciones en términos reales dirigidas fuera de la zona del euro han crecido de manera significativa desde el segundo semestre del 2003, pese a la pérdida de competitividad vía precios derivada de la pasada apreciación del euro. Las exportaciones se han visto favorecidas por una vigorosa demanda exterior, procedente especialmente de Asia, mientras que los efectos retardados de la anterior apreciación de la moneda europea parecen estar diluyéndose de forma gradual. Al mismo tiempo, las importaciones en términos reales de la zona del euro crecieron con intensidad en el último trimestre del 2003, aunque se han desacelerado, en cierta medida, durante el primer trimestre del 2004. Las presiones inflacionistas procedentes de los precios de importación han permanecido moderadas en los tres últimos trimestres, a consecuencia de la pasada apreciación del euro, que redujo los precios de importación de los bienes manufacturados y permitió compensar, en parte, la subida de los precios en dólares del petróleo y de las materias primas no petrolíferas.

Gráfico A Exportaciones fuera de la zona del euro

(índices; enero 2002 = 100; medias móviles de tres meses, salvo para la demanda exterior)

- Exportaciones en términos reales
- ... TCEN
- - - Precios de exportación
- Demanda exterior

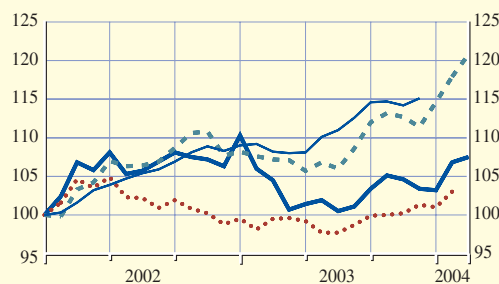


Fuente: BCE y Eurostat.
 Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril del 2004. Los datos de la demanda exterior correspondientes al primer trimestre del 2004 son preliminares y susceptibles de revisión.

Gráfico B Exportaciones fuera de la zona del euro en términos reales: detalle por áreas geográficas

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

- Estados Unidos
- ... Reino Unido
- - - Asia
- Países de Europa Central y Oriental



Fuente: Eurostat.
 Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo del 2004 (enero del 2004 en el caso del Reino Unido y diciembre del 2003 en el caso de los Países de Europa Central y Oriental).

Tras haber disminuido en el último trimestre del 2002 y en los dos primeros trimestres del 2003, las exportaciones en términos reales han venido recuperándose a un ritmo de crecimiento de más del 6% entre el segundo trimestre del 2003 y el primer trimestre del 2004 (véase gráfico A). La caída inicial cabe atribuirle a los efectos de la apreciación del euro que comenzó en el segundo trimestre del 2002, así como a la debilidad de la demanda exterior durante el segundo semestre del 2002 y el primero del 2003. Por el contrario, la recuperación posterior de las exportaciones en términos reales ha obedecido, fundamentalmente, al auge de la demanda exterior de la zona del euro iniciada en el segundo semestre del 2003, que ha experimentado un aumento del 6,6% entre el tercer trimestre del 2003 y el primero del 2004¹. Además, los precios de exportación de la zona del euro (expresados

1 Los datos de demanda exterior del primer trimestre del 2004 son preliminares y susceptibles de revisión.

en euros) —aproximados mediante los índices de valor unitario— han caído más de un 5,5% desde el segundo trimestre del 2002, ya que los exportadores de la zona del euro han reducido sus márgenes, con el fin de compensar la resultante pérdida de competitividad vía precios. Con todo, el crecimiento más lento de las exportaciones en términos reales durante el año 2003, en comparación con el registrado por la demanda exterior, sugiere que la zona del euro ha perdido parte de su cuota de penetración en los mercados de exportación durante dicho período.

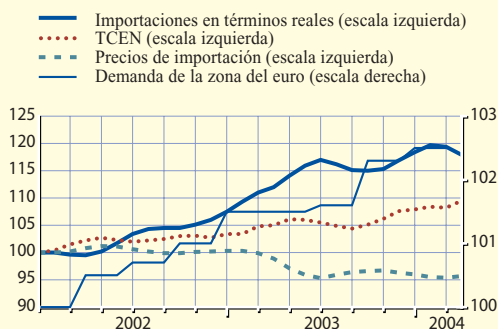
El repunte de las exportaciones en términos reales fue resultado, principalmente, de los intensos flujos de exportaciones hacia Asia y los países de Europa central y oriental registrados en el segundo semestre del 2003 (véase gráfico B), mientras que las exportaciones a Estados Unidos crecieron de forma significativa en el primer trimestre del 2004. El desglose de las exportaciones en términos reales de la zona del euro por grupos de productos permite concluir que tanto las exportaciones de bienes de equipo como las de bienes intermedios y de consumo han aumentado desde el segundo semestre del 2003. No obstante, se observa que los bienes intermedios y, en especial, los bienes de equipo han experimentado los mayores incrementos, en consonancia con la recuperación del gasto en inversión en la mayoría de los socios comerciales de la zona del euro.

Durante la mayor parte del año 2002 y en los tres primeros trimestres del 2003, el crecimiento de las importaciones en términos reales registró un cierto estancamiento (véase gráfico C), como consecuencia, básicamente, de la debilidad de la demanda interna durante este período y, en particular, de las categorías de gasto intensivas en importaciones, tales como la inversión. Por el contrario, las importaciones en términos reales, impulsadas por los bienes de consumo y, en especial, por los bienes de equipo, se aceleraron en el último trimestre del 2003 (en torno a un 3%, en comparación con el trimestre anterior), en paralelo a la recuperación de la demanda interna observada durante el citado período. En el primer trimestre del 2004 se registró un incremento más moderado de las importaciones en términos reales, a consecuencia, principalmente, de la caída sustancial de las importaciones en términos reales de bienes de equipo en dicho trimestre.

Los precios del conjunto de las importaciones disminuyeron un 3,2% en el 2003 con respecto al 2002, y un 1%, en tasa intertrimestral, durante el primer trimestre del 2004 (véase gráfico C). Esta evolución obedeció, en gran medida, a los efectos bajistas de la apreciación del euro sobre los precios de las importaciones de bienes manufacturados, ya que esta categoría representa en torno a un 72% de las importaciones totales de bienes. Además, la pasada apreciación del euro frente al dólar estadounidense desempeñó una importante función compensatoria de la notable subida de los precios en dólares del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo.

Gráfico C Importaciones de fuera de la zona del euro

(índice: enero 2002 = 100; medias móviles de tres meses, salvo para la demanda de la zona del euro)



Fuentes: BCE y Eurostat.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril del 2004, (salvo para la demanda de la zona del euro correspondiente al primer trimestre del 2004).

contabilizadas un año antes. Esta evolución fue resultado de un aumento de las salidas de inversiones directas netas y de un cambio de signo —desde entradas netas a salidas netas— de las inversiones de cartera netas (véase gráfico 28). Con respecto a las inversiones directas, la disminución observada en la actividad de los inversores extranjeros en la zona del euro podría guardar relación con las favorables perspectivas económicas internacionales prevalecientes durante el citado período. La evolución de las inversiones de cartera fue consecuencia, principalmente, del cambio de signo registrado en la rúbrica de instrumentos del mercado monetario (desde entradas netas de 60,2 mm de euros hasta salidas netas de 56,6 mm de euros) y de la caída de las entradas netas en acciones y participaciones (de 58,5 mm de euros a 1,5 mm de euros). Las cifras acumuladas de doce meses muestran que las entradas netas en esta rúbrica inversora se han venido reduciendo de manera gradual desde el segundo trimestre del año 2002. En esta evolución podrían subyacer decisiones de inversión internacional, en el contexto de una mejora de las perspectivas de la economía mundial y de la rentabilidad empresarial.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO: TENDENCIAS AGREGADAS Y COMPORTAMIENTOS SECTORIALES

En este artículo se analizan las tendencias de la productividad del trabajo en la zona del euro desde principios de la década de los ochenta y se explican en términos de la evolución sectorial subyacente. Comprender estas tendencias es importante en el contexto de las comparaciones del crecimiento económico con el de Estados Unidos y de los objetivos de crecimiento fijados en la agenda de Lisboa. Los datos disponibles indican que el descenso observado en el crecimiento medio de la productividad del trabajo en la zona del euro entre la década de los ochenta y la de los noventa tuvo su origen en el menor crecimiento de la intensificación del uso del capital y de la productividad total de los factores. Desde una perspectiva sectorial, esta disminución se debió, en gran parte, al menor crecimiento de la productividad del sector que comprende la intermediación financiera y los servicios empresariales. En general, los resultados apuntan a que la evolución de la productividad en la zona del euro podría mejorar si se eliminaran los obstáculos estructurales que adoptan la forma de rigideces en los mercados de trabajo y de productos.

I INTRODUCCIÓN

El análisis de la evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro ha sido objeto de creciente interés en los últimos años. En gran medida, esto refleja la impresionante trayectoria de la productividad de la economía estadounidense desde la segunda mitad de la década de los noventa, que suscita la pregunta de por qué la evolución ha sido menos favorable en la zona del euro. En las economías desarrolladas, el crecimiento de la productividad del trabajo suele ser el determinante más importante de las mejoras a más largo plazo del producto potencial y del nivel de vida. Por consiguiente, el aumento del crecimiento de la productividad es un requisito fundamental para cumplir el objetivo fijado en la agenda de Lisboa de marzo del 2000, consistente en hacer de Europa la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo en la presente década. La población europea está envejeciendo, y será necesario un mayor crecimiento sostenido per cápita para financiar el gasto en pensiones y en atención sanitaria, así como para preservar el nivel de vida medio.

En este artículo se analizan las tendencias de la productividad del trabajo en la zona del euro desde comienzos de los años ochenta. El motivo por el que se ha elegido este período es doble. En primer lugar, la disponibilidad de datos armonizados de contabilidad nacional para los distintos países de la zona del euro se remite a 1980. En segundo lugar, las perturbaciones causadas por el petróleo en la década de los setenta coincidieron con un retroceso general del crecimiento de la productividad, por lo que es preferible

comparar su evolución en los últimos años con la trayectoria observada desde principios de los años ochenta que con la anterior. En el artículo se analizan tanto las tendencias agregadas como el comportamiento sectorial del crecimiento de la productividad del trabajo, ya que aquellas pueden ser el resultado de cambios a nivel sectorial. Por ejemplo, factores como la globalización, la innovación tecnológica y los cambios estructurales pueden haber tenido consecuencias muy dispares en el crecimiento de la productividad de los distintos sectores.

La productividad del trabajo describe la relación entre el producto real y el factor trabajo utilizado en su producción. Tradicionalmente, el factor trabajo se mide en términos de personas ocupadas o de horas trabajadas. A este respecto, el análisis de la evolución de la productividad en la zona del euro se ve dificultado por el hecho de que todavía no se dispone de datos oficiales para el conjunto de la zona del euro sobre las horas trabajadas en el total de la economía. Lo mismo sucede con los datos sobre importantes determinantes de la productividad como el *stock* de capital. En este contexto, los datos de productividad utilizados en este artículo proceden de varias fuentes, incluidos los datos oficiales de Eurostat, datos de la Comisión Europea, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y del Groningen Growth and Development Centre, así como estimaciones del BCE.

El análisis se realiza de la siguiente manera. En la sección 2 se consideran las tendencias en el crecimiento de la productividad agregada en el período transcurrido desde principios de los años ochenta y en los subperío-

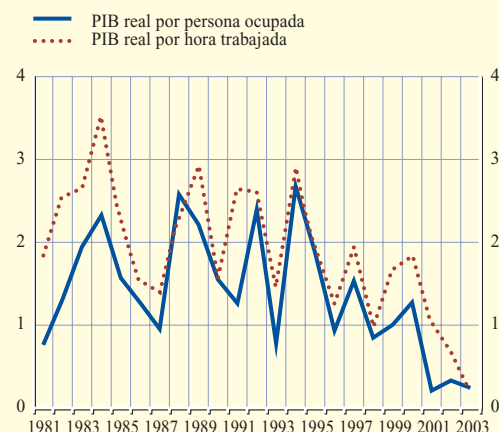
dos pertinentes. En la sección 3 se analiza la dinámica de la productividad en los principales sectores industriales y de servicios de la economía y se relaciona ésta con las tendencias agregadas. En la sección 4 se recogen las conclusiones, que apuntan algunas cuestiones de política económica que surgen del análisis.

2 REGULARIDADES EMPÍRICAS DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD AGREGADA EN LA ZONA DEL EURO DESDE PRINCIPIOS DE LOS AÑOS OCHENTA

Las comparaciones internacionales del crecimiento de la productividad realizadas recientemente se han centrado, en su mayor parte, en el período que comenzó en 1996, ya que la mitad de la década de los noventa parece reflejar un cambio en el crecimiento tendencial de la productividad de Estados Unidos. No obstante, la evolución de la productividad muestra una volatilidad considerable a lo largo del ciclo económico, y, en consecuencia, los cambios en las tendencias subyacentes resultan difíciles de discernir (véase gráfico 1). Dado que, con frecuencia, la separación de tendencias y ciclos utilizando métodos estadísticos resulta afectada por incertidumbres en su medición, en este artículo se corrigen los efectos cíclicos centrándose en la evolución media a lo largo de ciclos económicos de elevada longitud definidos previamente. Medidos a través del crecimiento del PIB real, en la zona del euro ha habido dos ciclos de larga duración en el período

Gráfico 1 Productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y de la Comisión Europea. Los datos de horas trabajadas se compilan a partir de datos nacionales en el Groningen Growth and Development Centre y el Conference Board's Total Economy Database (febrero del 2004) (<http://www.ggdc.net>).

que comenzó en 1980, que se extendieron, respectivamente, desde el mínimo cíclico registrado en 1981 hasta el mínimo de 1993 y desde entonces hasta el que se produjo en el 2003. Para simplificar, en lo sucesivo se aludirá a estos períodos como la década de los ochenta y la década de los noventa.

En el cuadro 1 se muestra que el crecimiento de la productividad en la zona del euro descendió entre la década de los ochenta y la de los noventa, con inde-

Cuadro 1 Productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)

Ciclo económico	Conjunto de la economía (basada en el PIB real)		Economía de mercado no agraria ¹⁾ (basada en el valor añadido bruto real)	
	Por persona ocupada	Por hora trabajada	Por persona ocupada	Por hora trabajada
Años ochenta	1,7	2,3	1,9	2,5
Años noventa	1,1	1,4	1,3	1,6
<i>Pro memoria</i>				
1996-2003	0,8	1,2	0,9	1,2

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y de la Comisión Europea. Los datos de horas trabajadas se compilan a partir de datos nacionales en el Groningen Growth and Development Centre, el Conference Board's Total Economy Database (febrero del 2004) y el 60-Industry Database del Groningen Growth and Development Centre (octubre del 2003) (<http://www.ggdc.net>).

Nota: Los ciclos económicos, considerándolos de mínimo a mínimo, van de 1981 a 1993 y de 1993 a 2003.

1) Excluye la agricultura, la pesca y la silvicultura, así como servicios no estrictamente de mercado.

Recuadro I

LA RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y EL PIB PER CÁPITA

Con frecuencia, la evolución del nivel de vida medio de una economía se mide en términos de PIB real per cápita¹ y, en consecuencia, depende más del número de personas sobre las que recae esa producción que del número de personas u horas que son necesarias para su obtención. Al mismo tiempo, las medidas del PIB per cápita (esto es, por habitante) y del PIB por hora trabajada están conceptualmente relacionadas. La diferencia entre ambas, que refleja las horas trabajadas por habitante, pone de manifiesto hasta qué punto se utiliza en el proceso de producción el trabajo potencialmente disponible. En este recuadro se analizan las contribuciones de la productividad y de la utilización del factor trabajo al crecimiento del PIB real per cápita en la zona del euro, y se comparan con las observadas en Estados Unidos.

Descomposición del PIB real per cápita en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanuales)

Ciclo económico	PIB real per cápita a=b+c	PIB real por hora trabajada b	Utilización del factor trabajo e=d+e	Horas trabajadas por persona ocupada d	Personas ocupadas del total de la población e
Años ochenta					
Zona del euro	1,8	2,3	-0,4	-0,6	0,2
Estados Unidos	2,5	1,6	1,0	0,0	0,9
Años noventa					
Zona del euro	1,7	1,4	0,3	-0,3	0,6
Estados Unidos	2,1	1,4	0,7	0,4	0,3
<i>Pro memoria</i>					
1996-2003					
Zona del euro	1,6	1,2	0,5	-0,4	0,8
Estados Unidos	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat, la Comisión Europea, el Bureau of Labor Statistics y el Bureau of Economic Analysis. Los datos de horas trabajadas se compilan a partir de datos nacionales en el Groningen Growth and Development Centre y el Conference Board's Total Economy Database (febrero del 2004) (<http://www.ggdc.net>).

Nota: Pueden producirse discrepancias debido al redondeo. Los ciclos económicos de la zona del euro, considerándolos de mínimo a mínimo, van de 1981 a 1993 y de 1993 a 2003, y los de Estados Unidos de 1982 a 1991 y de 1991 a 2001.

DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL PER CÁPITA

En el cuadro se comparan estas contribuciones al crecimiento del PIB real per cápita en la zona del euro y en Estados Unidos para los respectivos ciclos económicos de la década de los ochenta y de los noventa, medidos por el crecimiento del PIB real. No obstante, hay que mencionar que las variables a las que se hace referencia en el cuadro pueden mostrar ciclos de larga duración ligeramente distintos de los del PIB real. Los datos muestran que, desde principios de los años ochenta, el crecimiento per cápita de la zona del euro ha sido, en promedio, inferior al de Estados Unidos. En los años ochenta, la brecha se debió a la trayectoria divergente del grado de utilización del factor trabajo, positiva en Estados Unidos y negativa en la zona del euro, mientras que el crecimiento de la productividad por hora trabajada fue más elevado en la zona del euro y contribuyó intensamente a reducir la brecha. Esta situación cambió en la década de los noventa, cuando la brecha entre la zona del euro y Estados Unidos en lo que respecta al crecimiento de la utilización del factor trabajo fue mucho menor, mientras que, al mismo tiempo, la zona del euro dejó de registrar el mayor crecimiento en cuanto a la productividad. La evolución de los últimos años indica que estos cambios relativos en

1 La Renta Nacional Bruta (RNB) podría ser un indicador más adecuado del nivel de vida, ya que tiene en cuenta las rentas primarias netas procedentes del extranjero. Sin embargo, para el conjunto de la zona del euro, la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y la de la RNB es muy reducida y no afecta a las principales conclusiones basadas en el PIB real.

las contribuciones al crecimiento per cápita han seguido produciéndose. En el período comprendido entre 1996 y 2003, el crecimiento de la productividad de la zona del euro quedó a la zaga del observado en Estados Unidos, mientras que, en promedio, el crecimiento de la utilización del factor trabajo se hizo más intenso.

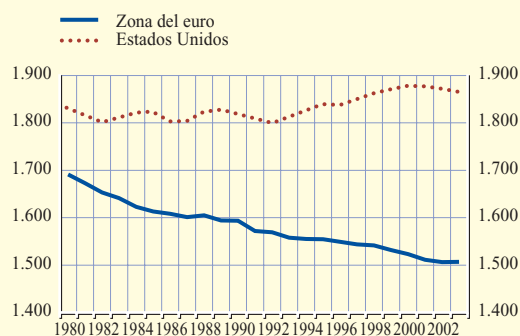
DESCOMPOSICIÓN DE LA UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO

En el contexto de este ejercicio contable, la utilización del factor trabajo se mide por el número de horas trabajadas por habitante. A su vez, esta medida se puede descomponer en horas trabajadas por persona ocupada y la proporción de personas ocupadas con respecto a la población total. Los datos del cuadro muestran que el crecimiento de la utilización del factor trabajo en la zona del euro se ha visto amortiguado por la disminución del promedio de horas trabajadas, pero se ha visto favorecido por el hecho de que una parte creciente de la población está ocupada. Las horas trabajadas que figuran en el gráfico, muchas menos que en Estados Unidos, se explican, en parte, por el hecho de que hay menos jornadas laborales efectivas al año, mientras que la ampliación de la brecha se debe a la reducción de las semanas laborales a tiempo completo establecidas por ley y a la creciente participación del trabajo a tiempo parcial. En Estados Unidos, estos determinantes se han mantenido, en general, estabilizados. A pesar de cierta mejora relativa en la zona del euro, la proporción de personas ocupadas dentro de la población total ha permanecido bastante por debajo de la de Estados Unidos. Esto obedece al hecho de que la tasa de desempleo sigue estando alrededor de 3 puntos porcentuales por encima de la de Estados Unidos y a que la tasa de actividad continúa siendo unos 8 puntos porcentuales inferior, debido, principalmente, a la menor participación de las mujeres y de las personas de más edad.

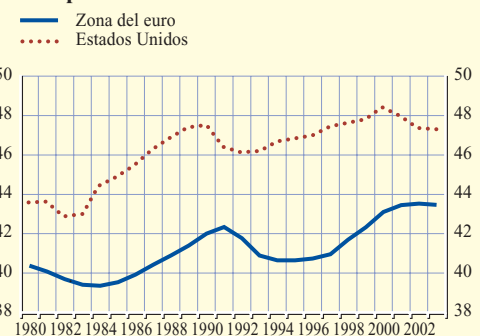
En general, las descomposiciones efectuadas anteriormente muestran que, en el período que comenzó a mediados de la década de los noventa, la brecha observada en el crecimiento del PIB per cápita en relación con el de Estados Unidos refleja un menor crecimiento de la productividad. No obstante, incluso si el crecimiento de la productividad no se modificara, la brecha podría reducirse si la utilización del factor trabajo en la zona del euro continuara incrementándose con más rapidez que en Estados Unidos, como ha sucedido desde mediados de los años noventa. A este respecto, las posibilidades de acercamiento son elevadas, ya que las tasas de actividad y el promedio de horas trabajadas son relativamente bajos, y las tasas de desempleo comparativamente más altas. Sin embargo, a la vista de las interrelaciones existentes entre los componentes individuales de la utilización del factor trabajo, las conclusiones de política económica basadas en estas descomposiciones mecánicas deberían establecerse con cautela.

Componentes de la utilización del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos

Horas trabajadas por persona ocupada al año



Personas ocupadas en porcentaje del total de la población



Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat, la Comisión Europea, el Bureau of Labor Statistics y el Bureau of Economic Analysis. Los datos de horas trabajadas se compilan a partir de datos nacionales en el Groningen Growth and Development Centre y el Conference Board's Total Economy Database (febrero del 2004) (<http://www.ggdcc.net>).

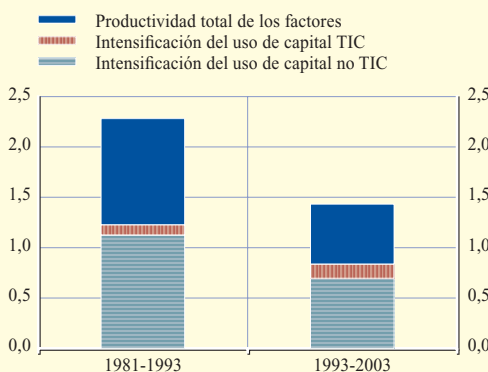
pendencia de que la productividad se mida por cada persona ocupada o por cada hora trabajada. No obstante, dado que el promedio de horas anuales trabajadas ha disminuido progresivamente desde 1980, el crecimiento de la productividad ha sido, en general, mayor cuando se mide por hora trabajada que por persona ocupada. La regularidad empírica consistente en una reducción del crecimiento de la productividad en la zona del euro entre los años ochenta y los noventa también es válida, con independencia de si la productividad se mide para el conjunto de la economía o para un agregado más estrecho, como la economía de mercado no agraria. Sin embargo, el crecimiento de la productividad en este sector ha sido, en general, mayor que el del conjunto de la economía.

Es necesario tener presentes los distintos conceptos de productividad al comparar la zona del euro con otras economías, sobre todo con la de Estados Unidos. En lo que respecta a este país, la evolución de la productividad se suele analizar en términos de productividad por hora trabajada en la economía de mercado no agraria, al tiempo que los datos oficiales de la zona del euro se refieren a la productividad por persona ocupada para el conjunto de la economía. Tal comparación necesariamente implicaría un sesgo al alza en la brecha entre el crecimiento de la productividad en Estados Unidos y en la zona del euro. Dado que la delimitación entre servicios públicos y servicios estrictamente de mercado difiere entre países y cambia con el tiempo, las comparaciones para el conjunto de la economía pueden ser más adecuadas. Al mismo tiempo, la conclusión de que, desde mediados de los años noventa, el crecimiento de la productividad continuó disminuyendo en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos aumentó, es independiente del concepto utilizado. En el recuadro 1 se muestra que esta divergencia se traslada a la evolución del PIB real per cápita como una medida del nivel de vida.

En el contexto de las descomposiciones contables del crecimiento convencionales, el avance de la productividad del trabajo puede explicarse en términos de las contribuciones derivadas de la intensificación del uso del capital y de la productividad total de los factores. La intensificación del uso del capital pone de manifiesto el aumento de la utili-

Gráfico 2 Contribuciones al crecimiento de la productividad del trabajo por hora en la zona del euro

(promedio anual en puntos porcentuales)



Fuentes: cálculos y estimaciones del BCE basados en datos de Eurostat y de la Comisión Europea. Los datos de horas trabajadas se compilan a partir de datos nacionales en el Groningen Growth and Development Centre y el Conference Board's Total Economy Database (febrero del 2004) (<http://www.ggdc.net>). Los ratios capital-producto y TIC-capital se han tomado de M.P. Timmer, G. Ypma y B. van Ark, «IT in the European Union: Driving Productivity Divergence?». GGDC Research Memorandum GD-67, octubre del 2003, Universidad de Groningen.

zación de capital físico por trabajador en el proceso de producción, al tiempo que el crecimiento de la productividad total de los factores mide la eficiencia con la que se utilizan el capital y el trabajo. La medición de estos dos componentes está rodeada de considerable incertidumbre como consecuencia, por ejemplo, del hecho de que no se dispone de datos oficiales de horas trabajadas, del stock de capital y de la calidad del factor trabajo y del factor capital para el conjunto de la zona del euro. Por otra parte, es necesario partir de supuestos acerca de la tecnología productiva agregada y, por tanto, acerca de las participaciones respectivas del trabajo y del capital en el producto total. En el gráfico 2 figuran estimaciones del BCE para las contribuciones al crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro basadas en datos sobre horas trabajadas, los ratios capital-producto y la participación de los factores procedentes del *Groningen Growth and Development Centre*.

El gráfico muestra que el descenso de 0,9 puntos porcentuales del crecimiento de la productividad agregada registrado entre la década de los ochenta y la de los noventa tiene su origen en descensos prácticamente similares en las contribuciones pro-

cedentes de la intensificación del uso del capital y de la productividad total de los factores. El mayor ritmo de intensificación del uso del capital de los años ochenta se produjo como consecuencia de un período de crecimiento relativamente intenso de los salarios reales, lo que favoreció la sustitución de trabajo por capital. En la década de los noventa, el incremento de los salarios reales fue, en promedio, relativamente moderado, lo que frenó la sustitución de trabajo por capital y propició un mayor crecimiento del empleo. Esta trayectoria estuvo asociada, entre otras cosas, al aumento de los empleos de menor cualificación, que se correspondió con reincorporaciones desde una situación de desempleo, y contuvo el crecimiento de la productividad agregada. En este contexto, parece que el crecimiento registrado en la productividad no es exógeno al crecimiento económico, sino que más bien está influenciado por los cambios de los precios relativos del trabajo y del capital.

En la década de los noventa, el crecimiento del PIB real fue ligeramente inferior al de los años ochenta, situándose en un 2% interanual frente al 2,2%, lo que indica que el descenso del crecimiento de la productividad en los años noventa se vio casi totalmente compensado por el mayor crecimiento del empleo y de las horas totales trabajadas. Por un lado, los datos sugieren que simplemente se ha producido un cambio en el contenido en empleo del crecimiento económico. Por otro, puede considerarse que los datos indican que la zona del euro únicamente alcanzó un mayor crecimiento del empleo a costa de un menor avance de la productividad. Esto supone una clara diferencia en relación con Estados Unidos, donde se registró tanto un mayor crecimiento de la productividad como una persistente e intensa expansión del empleo en la segunda mitad de la década de los noventa.

A este respecto, una opinión ampliamente compartida es que las divergencias en la evolución de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos reflejan el distinto impacto de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC)². En el gráfico 2 se muestra que la contribución al crecimiento de la productividad de la zona del euro asociada a la mera acumulación de capital TIC se incrementó ligeramente en los años

noventa, mientras que la contribución asociada a la acumulación de otros tipos de capital (denominado, capital no TIC) disminuyó notablemente. Al mismo tiempo, la mayor intensificación del uso del capital TIC no impidió que descendiera el crecimiento de la productividad total de los factores. De este modo, el posible impacto positivo de los avances tecnológicos ligados a la producción de bienes TIC y de las mejoras en la eficiencia general vinculadas al uso de TIC no ha sido lo suficientemente intenso como para compensar el impacto a la baja de otros factores.

Es posible que esto se deba al hecho de que el tamaño de los sectores productores y consumidores de TIC en la zona del euro todavía es demasiado reducido como para tener un impacto relevante en el crecimiento de la productividad total de los factores. Por otra parte, tanto las innovaciones relacionadas con la producción de TIC como el uso de estas tecnologías dependen de las prácticas reguladoras que influyen en el funcionamiento general de la economía. Las rigideces de los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro pueden haber impedido a las empresas aprovechar plenamente las oportunidades que ofrecen las tecnologías de la información y las comunicaciones. Asimismo, esto contribuiría a explicar por qué los países de la zona del euro se han beneficiado en desigual medida del capital TIC. A este respecto, las diferencias en la evolución del crecimiento de la productividad en los distintos sectores que se analizan en la siguiente sección pueden reflejar divergencias en cuanto al impacto de la innovación tecnológica y de las rigideces estructurales.

3 COMPORTAMIENTOS SECTORIALES DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

En esta sección se analizan las tendencias en la productividad de los distintos sectores, con el fin de ayudar a discernir si el descenso del crecimiento agregado de la productividad del trabajo en la

2 Esta cuestión se abordó, por ejemplo, en un seminario celebrado los días 22 y 23 de marzo de 2004 en la abadía de Royaumont (Francia), sobre «Divergences in productivity growth between Europe and the United States», organizado conjuntamente por la Banque de France, CEPIL e Ifo.

Cuadro 2 Productividad del trabajo por persona ocupada en la zona del euro por sector

(tasas de variación interanuales)

Ciclo económico	Economía de mercado no agraria (basada en el valor añadido bruto real)				
	Total	Industria ¹⁾	Construcción	Comercio y transporte ²⁾	Servicios financieros y empresariales ³⁾
Años ochenta	1,9	2,4	1,3	1,3	0,2
Años noventa	1,3	2,6	-0,2	1,5	-0,9
<i>Pro memoria</i>					
1996-2003	0,9	1,9	-0,4	1,4	-1,1

Fuente: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y la Comisión Europea.

Nota: Los ciclos económicos, considerándolos de mínimo a mínimo, van de 1981 a 1993 y de 1993 a 2003.

1) Incluye las industrias extractivas, la industria manufacturera, y la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.

2) Incluye reparaciones, hostelería y comunicaciones.

3) Incluye servicios inmobiliarios y de alquiler.

zona del euro observado entre la década de los ochenta y la de los noventa se basó en todos los sectores o si obedeció, en gran medida, a la evolución de algunos sectores individuales y, en consecuencia, podría ser resultado de factores específicos a los mismos.

El análisis sectorial se basa en la desagregación disponible de las cuentas nacionales de la zona del euro para el conjunto de la economía. En lo que respecta a la industria, el desglose incluye, por un lado, la construcción y, por otro, la industria (excluida la construcción e incluidas las industrias extractivas, la industria manufacturera, y la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua). En lo sucesivo se denominará a esta última «industria». En cuanto a los servicios, se dispone de datos para el conjunto de la zona del euro referidos, en primer lugar, al comercio al por mayor y al por menor y al transporte (que también incluye las reparaciones, la hostelería y las comunicaciones), en segundo lugar, a los servicios financieros y empresariales (que también incluyen los servicios inmobiliarios y de alquiler) y, finalmente, a la administración pública (que también comprende la educación, la sanidad y otros servicios de carácter comunitario). A la primera categoría se le denominará «comercio y transporte». La atención se centrará en los sectores que se corresponden con la economía de mercado no agraria, pero hay que señalar que existen diferencias entre los países y en el tiempo en lo que respecta a la medida en que algunos de los servicios incluidos en la adminis-

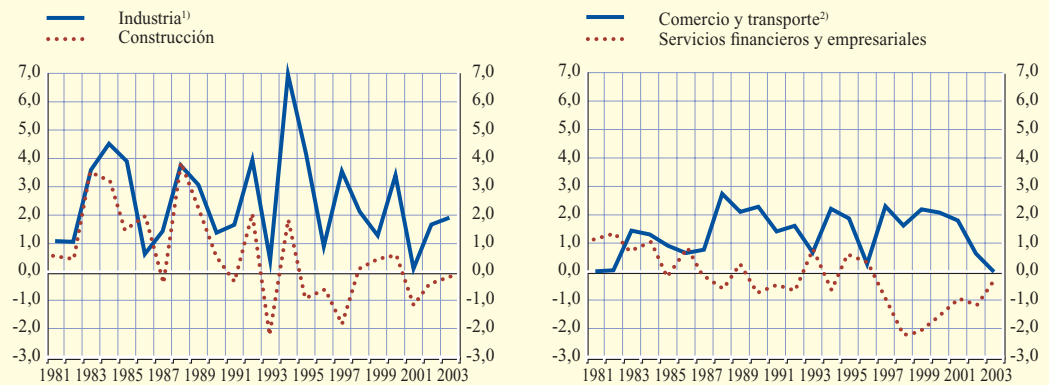
tración pública son prestados por empresas privadas, en lugar de por empresas públicas.

En el cuadro 2 se facilita un desglose del crecimiento de la productividad por persona ocupada en la economía de mercado no agraria, y se compara la evolución de los años ochenta y la de los noventa. Los datos apuntan a que el descenso del crecimiento de la productividad en el conjunto de la economía no ha sido generalizado a nivel de sectores. Aunque el crecimiento de la productividad por persona ocupada disminuyó considerablemente en la construcción y en los servicios financieros y empresariales, registrando tasas de crecimiento negativas en la década de los noventa, se elevó ligeramente en la industria y en el comercio y el transporte.

Como se muestra en el cuadro 1, el paso de productividad por persona ocupada a productividad por hora trabajada tiene un impacto al alza en el crecimiento medio de la productividad del trabajo, pero no modifica el hecho de que dicho crecimiento descendiera en la década de los noventa. A nivel sectorial, esta revisión al alza afecta a todos los sectores, pero, tal y como cabía esperar, sobre todo a los servicios (lo que no se muestra en el cuadro 2). Por ejemplo, en los años noventa, el crecimiento medio de la productividad por persona ocupada en el comercio y el transporte, que fue del 1,5%, aumentaría en más de un tercio si se midiera por hora trabajada, mientras que, en la industria, el impacto al alza sobre el crecimiento del 2,6% sería de un noveno, aproxi-

Gráfico 3 Productividad del trabajo por persona ocupada en la zona del euro por sector

(tasas de variación interanuales)



Fuente: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

- 1) Incluye las industrias extractivas, la industria manufacturera, y la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.
- 2) Incluye reparaciones, hostelería y comunicaciones.
- 3) Incluye servicios inmobiliarios y de alquiler.

madamente. Esto se debe, principalmente, al crecimiento mucho más intenso del trabajo a tiempo parcial en los servicios. De hecho, los datos disponibles sobre el empleo a tiempo parcial en el período que se inició a mediados de los años noventa indican que la participación del empleo a tiempo parcial en el conjunto de la economía se elevó 3 puntos porcentuales, hasta aproximadamente el 16,5%, en el 2003. Esto refleja un aumento en torno a 1 punto porcentual, hasta el 6,7%, en la industria, y de 3 puntos porcentuales, hasta el 17,8% en los servicios de mercado.

En el gráfico 3 se muestra el patrón temporal de crecimiento de la productividad por persona ocupada en los sectores individuales de la economía de mercado no agraria. La evolución tendencial resulta difícil de discernir, sobre todo para sectores como la industria, que muestran una variabilidad relativamente elevada en el crecimiento de la productividad. Sin embargo, los datos parecen confirmar que los dos sectores que muestran claramente una tendencia a la baja en el crecimiento de la productividad son el de servicios financieros y empresariales y el de la construcción, mientras que la industria y el comercio y el transporte muestran una media relativamente estable en el tiempo.

Los distintos patrones de crecimiento de la productividad por persona ocupada suscitan dos tipos de preguntas. La primera es hasta qué punto la evolución del crecimiento de la productividad refleja la trayectoria del producto o del empleo; la segunda está relacionada con el grado en que la evolución de la productividad total puede atribuirse a cambios en la composición sectorial de la economía.

En lo que respecta a la primera cuestión, el aumento del crecimiento de la productividad en la industria y en el comercio y el transporte registrado entre la década de los ochenta y la de los noventa obedece, fundamentalmente, al incremento del crecimiento medio del producto. El crecimiento del empleo continuó disminuyendo en la industria, aunque en menor medida, y no se modificó en el comercio y el transporte. En cambio, el descenso del crecimiento de la productividad en la construcción y en los servicios financieros y empresariales, hasta registrar tasas de crecimiento negativas en los años noventa, es atribuible, principalmente, a la reducción del crecimiento medio del producto, mientras que, al mismo tiempo, el crecimiento del empleo aumentó. En la construcción, la divergencia entre la evolución de la actividad y la del

empleo probablemente se debe, en cierta medida, a la trayectoria específica de cada país, que influye en las comparaciones entre ciclos de larga duración. Un ejemplo podría ser el fuerte impacto de la reunificación alemana en la evolución de la construcción en ese país y, otro, las medidas de saneamiento presupuestario en el período previo a la Unión Monetaria, que en algunos países de la zona del euro se asociaron al descenso del gasto público en inversión en construcción.

En el caso de los servicios financieros y empresariales, el descenso del crecimiento de la productividad registrado entre la década de los ochenta y la de los noventa y la tasa de crecimiento negativa parecen tener su origen, en gran parte, en la evolución de la productividad de los servicios relacionados con las actividades inmobiliarias y de «otros» servicios empresariales. En cambio, en lo que respecta a los servicios relacionados con la intermediación financiera, el crecimiento de la productividad parece haber disminuido mucho menos, y ha continuado siendo claramente positivo. La evolución de la productividad de los servicios relacionados con las actividades inmobiliarias y de «otros» servicios empresariales debe evaluarse con cierta cautela, ya que las actividades inmobiliarias reflejan, principalmente, la trayectoria de los alquileres reales e imputados, y porque la productividad de los «otros» servicios empresariales puede verse afectada, en cierto modo, por la subcontratación de empleos de baja productividad de la industria.

La cuestión del impacto de las variaciones en la composición considera hasta qué punto es atribuible la disminución del crecimiento de la productividad en su conjunto a la creciente participación del empleo en los servicios, que han registrado un crecimiento de la productividad menor que en la industria. Una estimación aproximada indica que casi la mitad de

la reducción del crecimiento de la productividad del trabajo en la economía de mercado no agraria se explica por la decreciente participación del empleo en la industria y, al mismo tiempo, por el aumento de la participación del empleo en los servicios financieros y empresariales. En cambio, la creciente participación del empleo en el comercio y el transporte compensa parte de este efecto. Por su parte, el efecto de la productividad dentro de cada sector explica la mitad restante de la reducción del crecimiento total de la productividad, que se debe a la caída de la productividad tanto en la construcción como en los servicios financieros y empresariales y que se ve contrarrestada, en cierta medida, por el mayor aumento en la industria y en el comercio y el transporte.

No puede considerarse que los resultados de este ejercicio contable impliquen que es inevitable una disminución tendencial del crecimiento de la productividad en la zona del euro. Por un lado, el sector servicios de la zona del euro continúa inmerso, en lo que respecta a la participación en el empleo total, en un proceso de acercamiento al nivel alcanzado, por ejemplo, en Estados Unidos. En ese sentido, el desplazamiento secular de la producción, desde la industria hacia los servicios, implica un contenido en empleo persistentemente elevado del crecimiento económico a medio plazo. Por otro, la zona del euro no se ha beneficiado de las mejoras de la productividad vinculadas a la producción y la difusión de bienes TIC en la misma medida que Estados Unidos. Por consiguiente, existe margen para el aumento del crecimiento de la productividad en los sectores productores y consumidores de TIC. Este último aspecto se describe con más detalle en el recuadro 2, que se refiere a la ampliación de la brecha entre el crecimiento de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos, característica de la segunda mitad de los años noventa.

Recuadro 2**EVOLUCIÓN SECTORIAL DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS**

Aunque la evolución de la productividad agregada en la zona del euro se ha moderado en el período más reciente, un análisis más detallado pone de manifiesto la existencia de considerables diferencias entre sectores en lo que respecta al avance de la productividad del trabajo. Es posible que estas diferencias en el crecimiento de la productividad sectorial también expliquen la divergencia agregada entre la zona del euro y Estados Unidos observada desde mediados de los años noventa. A continuación se describen estas diferencias sectoriales utilizando la base de datos STAN de la OCDE, aunque ésta cubre sólo el período comprendido entre 1985 y el año 2000. Debido a las diferencias en las fuentes de los datos, los resultados pueden no ser plenamente comparables con los de los cuadros del texto principal.

El aumento del crecimiento de la productividad registrado en Estados Unidos en la segunda mitad de la década de los noventa, refleja, hasta cierto punto, mejoras observadas en la productividad de los sectores productores de alta tecnología, sobre todo los dedicados a la producción de bienes TIC. Estas mejoras no fueron patentes en la misma medida en la zona del euro, donde el crecimiento de la productividad de los sectores de alta tecnología aumentó menos que en Estados Unidos (véase cuadro A).

Cabe observar que, si bien la zona del euro registró un crecimiento decreciente de la productividad del trabajo en las manufacturas y en los servicios empresariales, a nivel más desagregado aparecen tendencias en sentido contrario. Esto es especialmente válido para los sectores manufactureros productores de TIC (principalmente, sectores de alta tecnología) y para algunos servicios empresariales consumidores de TIC (telecomunicaciones, servicios financieros y seguros), pero también para el sector de agua, gas y electricidad, donde el crecimiento de la productividad del trabajo ha aumentado en los últimos años.

Sin embargo, la mejor evolución de la productividad del trabajo en la economía estadounidense refleja mejoras particularmente sustanciales en los servicios empresariales (consumidores de TIC), y sobre todo, en los relacionados con el comercio al por menor y al por mayor y con la intermediación financiera, que también tienen una participación mucho más elevada en el valor añadido bruto total y en el empleo que en la zona del euro. A pesar de las mejoras registradas en la zona del euro en el

Cuadro A Productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos por sector

(por persona ocupada; tasas de variación interanuales)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	1986-1995	1996-2000	1986-1995	1996-2000
Manufacturas	2,8	2,7	3,2	5,6
<i>De las cuales:</i>				
Alta tecnología	3,1	3,6	5,1	11,1
Agua, gas y electricidad	3,3	6,9	3,0	2,4
Servicios empresariales	1,4	0,9	1,1	4,2
<i>De los cuales:</i>				
Comercio al por mayor y al por menor	1,8	0,5	1,3	7,6
Telecomunicaciones	5,2	13,8	3,9	4,6
Servicios financieros y seguros	1,6	3,7	1,2	6,5

Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Cuadro B Participación del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos por sector

(en porcentaje del empleo en el conjunto de la economía)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	1986-1995	1996-2000	1986-1995	1996-2000
Manufacturas	22,4	19,5	15,2	13,4
<i>De las cuales:</i>				
Alta tecnología	8,3	7,0	6,1	5,3
Agua, gas y electricidad	0,9	0,7	0,7	0,6
Servicios empresariales	34,6	37,8	43,9	45,7
<i>De los cuales:</i>				
Comercio al por mayor y al por menor	14,7	15,1	23,7	23,5
Telecomunicaciones	1,6	1,4	1,8	1,7
Servicios financieros y seguros	3,1	3,0	4,5	4,3

Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

crecimiento de la productividad en algunos de estos sectores, como las telecomunicaciones, durante la segunda mitad de los años noventa, su evolución no igualó la de Estados Unidos.

Además de la menor productividad de los sectores manufacturero y de servicios de alta tecnología relacionados con las tecnologías de la información y las comunicaciones, parte de la disminución del crecimiento de la productividad agregada en la zona del euro también puede atribuirse a la menor especialización de estos sectores (véase cuadro B).

Aunque parece que en la zona del euro se ha producido cierta reestructuración industrial en favor de sectores con elevado crecimiento de la productividad, el hecho de que la participación de los sectores TIC en el empleo sea considerablemente más elevada en Estados Unidos apunta a una mayor contribución de estos sectores al crecimiento de la productividad agregada. En consecuencia, una reasignación de los recursos de la zona del euro hacia sectores productores y consumidores de TIC permitiría a la zona acabar con parte de la brecha con Estados Unidos. Por consiguiente, facilitar la reestructuración industrial podría contribuir a que se intensificara el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro, sobre todo en sectores de servicios consumidores de TIC como el comercio al por mayor y al por menor.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se han considerado las tendencias en el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro en el período transcurrido desde principios de los años ochenta. Una regularidad empírica parece ser la continuación del descenso secular del crecimiento de la productividad en la zona del euro en la década de los noventa, que contrasta con la mejor evolución de la productividad en Estados Unidos desde mediados de los años noventa. La persistente disminución del crecimiento de la productividad en la zona del euro es una característica independiente de la medida del factor trabajo utilizada, esto es, personas ocupadas u horas trabajadas, y del agregado económico utilizado, o sea, el conjunto de la economía o la economía de mercado no agraria. En general, el descenso del crecimiento de la productividad agregada en el período comprendido entre la década de los ochenta y la de los noventa parece deberse a la menor contribución de la intensificación del uso del capital y de la productividad total de los factores.

Los resultados sectoriales ponen de manifiesto que el descenso del crecimiento de la productividad agregada no ha sido generalizado en todos los sectores. En particular, en la década de los noventa, la productividad del trabajo por persona ocupada permaneció prácticamente estable en las manufacturas y en el comercio y el transporte en comparación con la de los ochenta, aunque disminuyó hasta registrar tasas de crecimiento negativas en la construcción y en los servicios financieros y empresariales.

Aunque el crecimiento medio a largo plazo de la productividad del trabajo en la zona del euro ha sido similar al de sus competidores internacionales, se han producido ciertas divergencias con respecto a la economía estadounidense en el período transcurrido desde la segunda mitad de los años noventa. La persistente ralentización del

crecimiento de la productividad en la zona del euro puede deberse, en parte, a un mayor crecimiento del empleo en comparación con períodos anteriores, consecuencia de la creciente tasa de actividad y de la reincorporación de parados al mercado de trabajo. No obstante, a diferencia de Estados Unidos, las presiones a la baja sobre el crecimiento de la productividad asociadas a un intenso crecimiento del empleo no se han visto compensadas por un mayor crecimiento de la productividad total de los factores. Uno de los motivos de que se haya registrado un descenso en lugar de un incremento en el crecimiento de la productividad total de los factores de la zona del euro parece ser que el impacto de la producción y el uso de capital TIC ha sido relativamente moderado hasta ahora. Esto puede estar relacionado, en cierta medida, con el hecho de que los sectores de servicios consumidores de TIC, que han contribuido sustancialmente al crecimiento de la productividad agregada en Estados Unidos, siguen teniendo una magnitud relativamente reducida en la zona del euro.

Estas tendencias en el crecimiento de la productividad de la zona del euro observadas en el pasado hacen aún más necesaria la implantación rápida y decidida de la agenda de Lisboa. Sólo si la zona del euro consigue aprovechar las ventajas de la innovación y de la difusión generalizada de nuevas tecnologías podrá mejorar sus perspectivas de crecimiento de la productividad a largo plazo. A este respecto, estimular más la competencia del mercado de productos, reduciendo, por ejemplo, las barreras existentes al acceso al mercado, sobre todo en los sectores de servicios, proporcionaría incentivos para acelerar la innovación y el crecimiento de la productividad. Por otra parte, reformas más efectivas de los mercados de trabajo y del sistema educativo ayudarán a mejorar e incrementar la oferta de trabajadores cualificados, que representa un factor adicional fundamental para fomentar el crecimiento sólido de la productividad.

EXPLICACIÓN DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA DESDE EL AÑO 2000

Entre los años 2000 y 2003, el sector bancario de la UE sufrió una serie de perturbaciones adversas, que se produjeron en rápida sucesión en un entorno caracterizado por un crecimiento económico lento. Pese a estas circunstancias negativas, las entidades de crédito mantuvieron un nivel de solvencia relativamente sólido, siendo así que, a mediados del 2004, no habían aflorado grandes problemas bancarios en la UE. En el presente artículo se analiza el comportamiento del sector bancario de la UE a partir del año 2000 y se señalan los principales factores que parecen explicar la capacidad de resistencia general del sector, haciendo una distinción entre factores cíclicos y estructurales e insistiendo especialmente en estos últimos. Además, se compara la situación actual con anteriores episodios de tensión registrados en el sector bancario de algunos países europeos.

I PERÍODO TURBULENTO PARA LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA UE

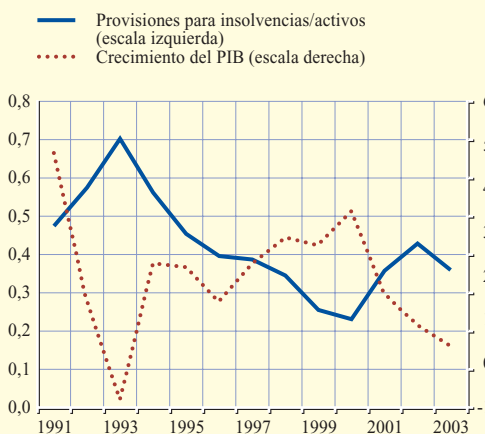
Entre los años 2000 y 2003, las entidades de crédito de la UE¹ tuvieron que enfrentarse a una desaceleración de la economía mundial y a una serie de perturbaciones adversas que se concentraron en un período de tiempo relativamente reducido. A principios del 2000 se inició un importante reajuste del mercado de valores, que eliminó la burbuja que se había ido formando desde 1995. La caída del mercado bursátil se vio acentuada por las revelaciones de casos de supuesto comportamiento financiero ilícito por parte de algunas grandes empresas. Estos hechos no sólo sirvieron para incrementar la volatilidad de los mercados financieros, al minar la confianza en la fiabilidad de los resultados publicados por las empresas, sino que plantearon también dudas sobre el papel que podían haber desempeñado las entidades de crédito sosteniendo tales prácticas. Además, las economías argentina y turca se vieron sacudidas por graves crisis cambiarias y bancarias, con lo que el tema del riesgo-país volvió a saltar a primera plana. Por último, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos en septiembre del 2001 pusieron a prueba la infraestructura financiera y los mercados, además de socavar la confianza de los inversores y de los consumidores.

DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA

Las perturbaciones adversas se produjeron en serie, en el contexto de una desaceleración del ritmo de crecimiento económico de la zona del euro. A partir de finales de la década de los noventa las empresas fueron acumulando un elevado endeudamiento que las hizo más vulnerables al deterioro de la situación económica. El endeudamiento de

Gráfico I Crecimiento del PIB de la zona del euro y provisiones para insolvencias de las entidades de crédito

(en porcentaje; tasas de variación interanuales)



Fuentes: Comité de Supervisión Bancaria del SEBC (véase también el recuadro 2 del Boletín Mensual de marzo del 2004) y BCE.

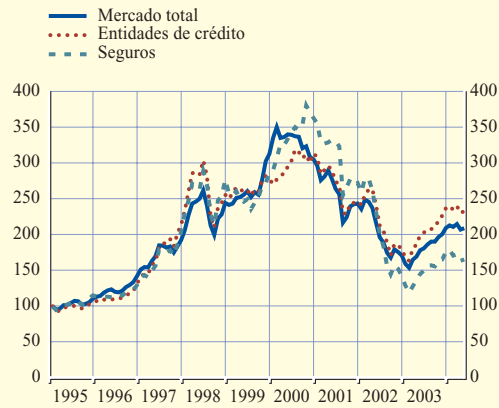
las sociedades no financieras de la zona del euro ascendió hasta casi el 65% del PIB en el 2003, en comparación con algo más del 50% sólo cinco años antes. El crecimiento económico alcanzó su máximo a mediados del 2000 (véase gráfico 1).

En los años sucesivos, la situación económica se debilitó, como consecuencia de la vulnerabilidad del entorno internacional, las incertidumbres geopolíticas y la evolución negativa de los mercados financieros. El ritmo lento de la actividad económica se tradujo en una desaceleración del crecimiento del crédito bancario, especialmente de los préstamos concedidos al sector empresarial. En

¹ A falta de datos apropiados, en algunos casos se hará referencia a la zona del euro en lugar de a la Unión Europea. Las cifras de la UE no incluyen los nuevos Estados miembros que se incorporaron el 1 de mayo de 2004.

Gráfico 2 Cotizaciones bursátiles de la zona del euro

(índice: 1995=100)



Fuente: Datastream (índices UEM).

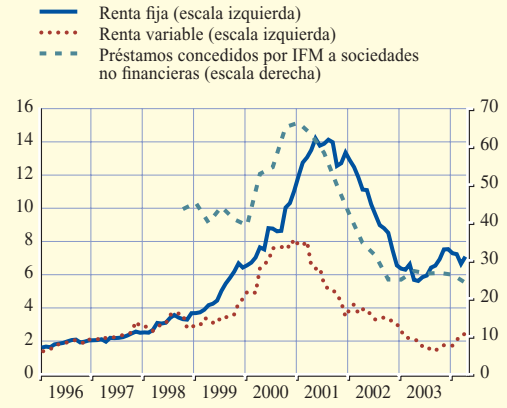
alguna medida, este descenso se vio compensado por un pronunciado incremento del crédito hipotecario, impulsado por unos tipos de interés históricamente bajos. El empeoramiento de la situación económica tuvo un efecto negativo sobre la situación financiera de las empresas, lo que provocó, a su vez, un deterioro de la calidad de los activos de las entidades de crédito, con un aumento de las provisiones para insolvencias (véase gráfico 1).

FUERTE CORRECCIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Después de 1995, las cotizaciones bursátiles subieron de forma casi ininterrumpida hasta marzo del 2000, mes en el que iniciaron una caída que se prolongó durante tres años consecutivos (véase gráfico 2). A finales del 2002, los precios de las acciones habían alcanzado unos niveles que no se observaban desde la crisis financiera del otoño de 1998, y sólo empezaron a recuperarse gradualmente a partir de marzo del 2003. Uno de los factores determinantes de la caída de las cotizaciones bursátiles fue que los participantes en el mercado se fueron dando cuenta de que los beneficios empresariales podrían no estar a la altura de las expectativas optimistas que se habían materializado en los precios de las acciones. A medida que el optimismo iba cediendo el paso al pesimismo, se inició una reversión de los excesos que se habían acumulado a finales de los años noventa, con la consiguiente reducción de los precios de las accio-

Gráfico 3 Renta fija, renta variable y préstamos de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

nes y ampliación de los diferenciales de los valores de renta fija privada.

La corrección del mercado de valores tuvo varias implicaciones para las entidades de crédito de la UE. En particular, el intenso crecimiento de la banca de inversión y de la gestión de activos, que habían disparado los ingresos por comisiones obtenidos por las entidades bancarias de la UE hasta el 2000, se interrumpió bruscamente cuando la caída del mercado bursátil incidió negativamente en los mercados de capitales (véase gráfico 3). La disminución de las emisiones de renta variable y de renta fija privada hizo menguar los ingresos por banca de inversión y se terminó el boom de la gestión de activos, al menos temporalmente. Los inversores mostraron una tendencia a rehuir el riesgo y una mayor preferencia por instrumentos de elevada liquidez y riesgo relativamente bajo, como los fondos del mercado monetario, los fondos de renta fija y los depósitos. La caída del mercado bursátil afectó también seriamente a las empresas de seguros de la UE y, por ende, a las entidades bancarias que mantenían relaciones estrechas con el sector de seguros.

EPISODIOS DE SUPUESTO COMPORTAMIENTO EMPRESARIAL ILÍCITO

La corrección del mercado de valores se vio acrecentada por una serie de escándalos empresariales que sacudieron todavía más la confianza de los inverso-

res. Algunas grandes empresas, cuyo comportamiento había sido considerado modélico poco tiempo antes, se hundieron bajo el enorme endeudamiento que se ocultaba, en muchos casos, tras complejas operaciones financieras. Las irregularidades contables fueron un elemento común a todas ellas y estos fallos en el gobierno corporativo minaron la confianza de los mercados en la fiabilidad de los resultados publicados por las empresas, en un momento en el que los beneficios ya se encontraban sometidos a fuertes presiones. Aunque algunos de los principales abusos se cometieron en Estados Unidos (Enron y WorldCom), en Europa también creció la lista de casos de supuesto comportamiento empresarial ilícito (Ahold, Parmalat y Vivendi Universal).

El impacto directo de estos hechos sobre las entidades de crédito se produjo, principalmente, a través de su exposición al riesgo de crédito. En conjunto, la exposición al riesgo de las entidades bancarias europeas no sólo estaba bastante limitada sino que estaba también adecuadamente diversificada, por lo que las pérdidas fueron absorbidas sin demasiadas dificultades. Sin embargo, se plantearon problemas generales, como la gestión del riesgo de contraparte, la capacidad de las entidades para consolidar y controlar los riesgos en estructuras empresariales complejas y la eficacia de determinadas técnicas de reducción del riesgo de crédito. Además de las insolvencias directas, algunos de estos acontecimientos tuvieron también una incidencia negativa sobre la percepción por parte del mercado del riesgo legal y de reputación de las entidades de crédito. En particular, los conflictos de intereses resultantes de las distintas funciones que una entidad bancaria puede asumir en su relación con una empresa fueron objeto de un atento análisis. En algunos casos, se descubrió que las entidades de crédito habían suscrito y distribuido valores, o habían asesorado favorablemente sobre una inversión, a sabiendas de que sus clientes se encontraban en una situación financiera desastrosa. Por otro lado, en algunos casos, las entidades bancarias habían ayudado a algunas empresas a ocultar su situación financiera, mediante complicadas operaciones de financiación fuera de balance. Así pues, las entidades de crédito pueden haberse visto afectadas por episodios de supuesto comportamiento empresarial ilícito en mayor medida de lo

que podría deducirse de sus riesgos de crédito directos frente a las empresas en cuestión.

SECUELAS DE LOS ATENTADOS TERRORISTAS DE ESTADOS UNIDOS

Los efectos inmediatos de los trágicos atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 se hicieron sentir en el funcionamiento de las infraestructuras de mercado, como los sistemas de pago y de liquidación de valores, y en el de los mercados financieros. La tendencia a la baja de las cotizaciones bursátiles se vio también reforzada temporalmente (véase gráfico 2). Sin embargo, no se registraron importantes perturbaciones en el sistema financiero de la UE. Es posible que las entidades de crédito estuviesen preparadas para afrontar situaciones de crisis gracias a los planes de contingencia que habían puesto en marcha para el cambio de milenio. En los días siguientes a los atentados, las autoridades tomaron con prontitud y eficacia las medidas necesarias para poder hacer frente a cualquier problema de liquidez que surgiese en el sistema.

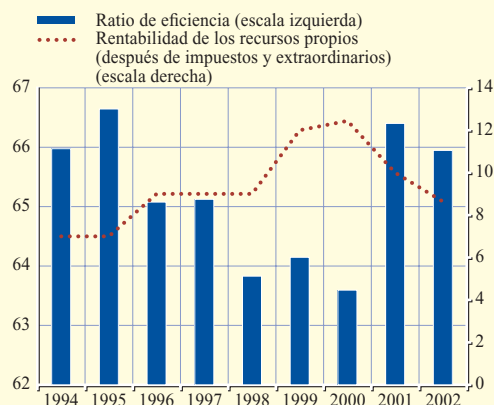
El impacto más duradero de los atentados terroristas sobre el sector bancario de la UE se observó, principalmente, en el epígrafe de otros productos ordinarios y en el riesgo de crédito de las entidades bancarias. En particular, los atentados potenciaron los efectos negativos del descenso generalizado de la actividad en los mercados primarios de capitales, que ya estaba en curso (véase gráfico 3). Las entidades de crédito que se dedicaban extensamente a la banca de inversión, o que habían contraído riesgos de crédito en áreas o sectores económicos que se habían visto seriamente afectados por estos acontecimientos, resultaron ser particularmente vulnerables. De una forma más general, el sector bancario de la UE tuvo que hacer frente al deterioro de la situación macroeconómica originado por una caída de la confianza de las empresas y los consumidores.

REPARACIÓN DE PROBLEMAS DE RIESGO-PAÍS

Entre los años 2000 y 2001, Argentina y Turquía sufrieron crisis cambiarias y bancarias, que se convirtieron incluso en un impago en toda regla de la deuda soberana en el caso de Argentina. Con el tiempo, los activos de las entidades de crédito de la UE frente a estos dos países habían ido aumentando. A finales del 2000, se estimaba que los ac-

Gráfico 4 Rentabilidad y eficiencia operativa de las entidades de crédito de la UE

(en porcentaje)



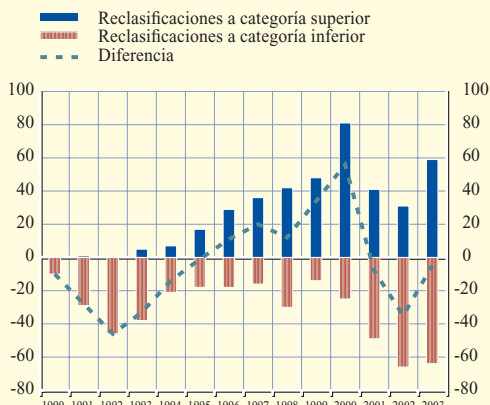
Fuente: EU Banking Sector Stability Report (noviembre 2003).

tivos internacionales brutos consolidados de las entidades bancarias de la UE se situaban en torno a 50 mm de euros frente a Argentina y a 35 mm de euros frente a Turquía. En el caso de Argentina, algunos grandes bancos de la UE tenían también una importante presencia, con varias filiales en ese país, lo que representaba una vía adicional de contagio para la crisis. Las crisis tuvieron un efecto económico limitado sobre el sector bancario de la UE en su conjunto, y sólo un número reducido de entidades de crédito con actividades internacionales, que habían contraído riesgos transfronterizos o que tenían filiales en el país, incurrieron en pérdidas limitadas.

2 CAPACIDAD DE RESISTENCIA GENERAL PESE A CASOS AISLADOS DE DEBILITAMIENTO

Pese a las difíciles condiciones imperantes, el sector bancario de la UE en su conjunto mantuvo su fortaleza. El debilitamiento de la situación económica y de los mercados financieros se tradujo en una menor rentabilidad de las entidades de crédito de la UE (véase gráfico 4). Tras alcanzar un máximo de más del 12 % en el 2000, la rentabilidad de los recursos propios de estas entidades disminuyó durante dos años consecutivos, como consecuencia, principalmente, del incremento de las provisiones para insolvencias de

Gráfico 5 Cambios de calificación de las entidades de crédito de Europa Occidental



Fuente: Moody's.

préstamos a empresas y de la reducción de las comisiones y de los ingresos procedentes de las actividades realizadas en los mercados de capitales. El margen de intermediación se estancó también, ante el menor crecimiento de los préstamos a empresas.

Aunque el descenso de la rentabilidad de las entidades bancarias fue acusado, permaneció muy por encima de los niveles alcanzados a mediados de los años noventa. En respuesta a las presiones sobre la rentabilidad, las entidades de crédito empezaron a adoptar medidas de reducción de costes, sucursales y personal. Algunas de ellas redujeron también sus operaciones con valores. Al mismo tiempo, endurecían sus condiciones crediticias, elevando los márgenes sobre los nuevos préstamos, especialmente en los créditos concedidos a empresas pertenecientes a sectores de alto riesgo, como el tecnológico y el de la construcción. Algunas entidades bancarias consiguieron aumentar su rentabilidad de forma significativa mediante la venta de activos secundarios. Por su parte, la ratio de provisiones para insolvencias en relación con los activos ascendió hasta el 0,43% en el 2002, en comparación con el 0,23% registrado en el 2000, aunque volvió a disminuir en el 2003 (véase gráfico 1). En consecuencia, a partir del 2003, comenzó a observarse una recuperación de los beneficios de los bancos.

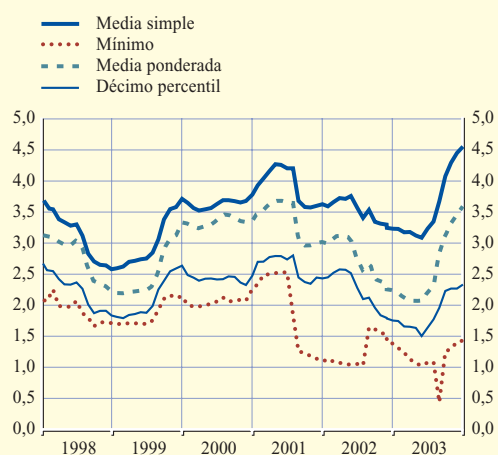
El coeficiente regulatorio de solvencia de las entidades de crédito de la UE se vio escasamente afectado por el deterioro de la situación económica, por lo que su capacidad para absorber perturbaciones se mantuvo intacta. La ratio de capital regulatorio total agregado osciló en torno al 12%, muy por encima del coeficiente mínimo obligatorio del 8% que debía cumplir cada entidad. A partir del 2002, el nivel de solvencia de las entidades bancarias incluso mejoró ligeramente, aunque como reflejo, principalmente, de un descenso del nivel de riesgo y no tanto de nuevas emisiones de capital. La composición de los recursos propios de las entidades de crédito se mantuvo saneada, con una amplia proporción del capital basada en elementos estables y de alta calidad.

Pese a la capacidad del sector bancario en su conjunto para soportar perturbaciones, algunas entidades experimentaron serias dificultades, sobre todo debido a los créditos morosos de determinados sectores, como el inmobiliario. Otras entidades no sufrieron tensiones tan fuertes, pero tuvieron que reducir sus líneas de crédito con otros bancos, señal de una mayor preocupación ante el riesgo de crédito. En general, persistió la tendencia hacia operaciones con mayores garantías (como los repos), lo que apunta a una gestión del riesgo de contraparte más cautelosa por parte de las entidades de crédito.

Las mayores tensiones a las que se vio sometido el sistema bancario se reflejaron también en los cambios de calificación (véase gráfico 5). Aunque, durante el período comprendido entre los años 1992 y 2000, el número de reclasificaciones a una categoría superior fue casi siempre más alto que el de las recalificaciones a una categoría inferior, se produjo posteriormente una fuerte inversión, sin indicios de mejora hasta el 2003.

Por otro lado, entre mediados del 2001 y mediados del 2003, los indicadores basados en la evolución futura, como la distancia al impago (véase gráfico 6)², y las condiciones impuestas para los seguros de riesgo de crédito y la deuda subordinada de las entidades de crédito pusieron de manifiesto la creciente preocupación del mercado acerca de la situación financiera de las entidades bancarias.

Gráfico 6 Distancia al impago de las 50 entidades de crédito de mayor tamaño de la UE



Fuentes: Datastream, Bankscope y cálculos del BCE.
Nota: Un aumento de la distancia al impago corresponde a una mejor valoración.

Sin embargo, a partir de mediados del 2003, estos indicadores han señalado una notable mejora.

3 AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD BANCARIA EN EL PASADO

En el pasado, las entidades de crédito de la UE han tenido que enfrentarse en varias ocasiones a situaciones difíciles que ponían en peligro su solvencia y que desembocaron, en algunos casos, en crisis bancarias (véase recuadro 1). A este respecto, cabe distinguir entre casos aislados de quiebra de una entidad de crédito y perturbaciones en el conjunto del sistema bancario. Las quiebras de entidades son, frecuentemente, el resultado de fallos en la gestión y en los sistemas internos de control. Las perturbaciones en el sistema bancario tienden a estar estrechamente relacionadas con factores macroeconómicos, que pueden ser cíclicos (por ejemplo, una recesión) o estructurales (un marco regula-

2 La distancia al impago representa el número de desviaciones típicas del valor de los activos con respecto al punto de impago de una entidad de crédito. Esta distancia puede calcularse utilizando la teoría de la valoración de opciones. El punto de impago se define como el punto en el cual el valor de la entidad de crédito es precisamente igual al valor de sus pasivos, es decir, el capital es cero (véase también el recuadro publicado en la página 62 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2002).

Recuadro I

CRONOLOGÍA DE LAS CRISIS BANCARIAS QUE SE HAN PRODUCIDO EN EUROPA

En las últimas décadas, Europa ha experimentado varias crisis bancarias que han afectado a entidades individuales o a la totalidad del sistema bancario. La lista que figura a continuación recoge una amplia selección de los casos más importantes registrados desde el inicio de la década de los años setenta. La gravedad de los problemas, en términos de riesgo para el sistema financiero o de costes estimados, ha variado considerablemente. Algunos se resolvieron exclusivamente con dinero privado, mientras que otros requirieron una recapitalización estatal de todo el sector bancario, que supuso, a veces, un coste superior al 10% del PIB. En algunos casos, la Comisión Europea tuvo que dictaminar sobre el recurso a ayuda exterior, para garantizar el cumplimiento de las normas comunitarias en materia de competencia y de ayuda pública.

1974	Bankhaus Herstatt (Alemania)
1975-1976	Crisis bancaria secundaria en el Reino Unido
Finales años 70	Problemas de entidades especializadas en transferencias en Alemania
1978-1983	Crisis bancaria en España
1982	Banco Ambrosiano (Italia)
1984	Johnson Matthey Bankers (Reino Unido)
1986-1989	Importantes problemas bancarios en Portugal
1987-1992	Importantes problemas bancarios en Dinamarca
1988-1993	Crisis bancaria en Noruega
Inicios años 90	Crisis de entidades de tamaño pequeño en el Reino Unido, crisis bancaria en Suecia
1990-1995	Crisis bancaria en el sur de Italia
1991	Bank of Credit and Commerce International (Reino Unido y Luxemburgo)
1991-1994	Crisis bancaria en Finlandia, que afectó especialmente a las cajas de ahorro
1991-1995	Crisis bancaria en Grecia
1993	Banco Español de Crédito – Banesto (España), Comptoir des Entrepreneurs (Francia) y Société Marseillaise de Crédit (Francia)
1994-1995	Crédit Lyonnais (Francia)
1995	Barings (Reino Unido)
1996	Banco di Napoli (Italia), GAN-CIC (Francia) y Crédit Foncier de France (Francia)
1997	Banco di Sicilia – Sicilcassa (Italia)
2001	Bankgesellschaft Berlin (Alemania)

Fuentes: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2004), Caprio y Klingebiel (Banco Mundial, 2003), Glick y Hutchison (Banco de la Reserva Federal de San Francisco, 1999), Pesaresi y La Rochefordière (Comisión Europea, 2000).

dor insuficiente). Es interesante señalar que, como puede observarse en el recuadro 1, las crisis han sido muy poco frecuentes desde 1997. El análisis siguiente se centrará en crisis del sistema bancario originadas por factores macroeconómicos, lo que permite considerar el comportamiento actual del sector bancario desde una perspectiva histórica.

La literatura existente muestra que la inestabilidad macroeconómica ha sido un importante factor de-

terminante de la mayor parte de las crisis bancarias sistémicas. Una situación macroeconómica estable y, más especialmente, la estabilidad de precios, son una condición previa fundamental para la estabilidad bancaria y, de una forma más general, para la estabilidad financiera. Unas políticas monetarias y fiscales demasiado expansivas pueden generar un fuerte incremento de los préstamos, una acumulación de la deuda y una escalada de precios de los activos. Dado que estas políticas

no se pueden sostener a largo plazo, las correcciones posteriores pueden dar lugar a un descenso del crecimiento económico, una pérdida de valor de los activos, problemas de servicio de la deuda y, en última instancia, a impagos por parte de las empresas que afectan a la solvencia financiera del sector bancario. Las crisis bancarias también pueden ser consecuencia de una situación macroeconómica exterior negativa, con una relación de intercambio desfavorable o fluctuaciones de los tipos de cambio reales.

Los factores estructurales también son importantes para explicar las crisis bancarias. La estabilidad del sistema bancario requiere un sólido marco jurídico y de supervisión. La liberalización de las condiciones de acceso a los mercados bancarios locales puede fomentar la aparición de nuevos intermediarios, poniendo así en entredicho la posición de los bancos ya establecidos. La innovación

financiera puede propiciar un crecimiento tan rápido de nuevos productos financieros, como los derivados, que las entidades bancarias no tengan el tiempo suficiente para adquirir experiencia en su gestión.

Por último, se ha observado que las crisis bancarias coinciden, con frecuencia, con cambios repentinos en la estructura o en el ciclo del sistema. Estos cambios exigen de los agentes económicos y, especialmente, de las entidades de crédito un esfuerzo de adaptación a un nuevo entorno, a través de un proceso de aprendizaje durante el cual se pueden cometer errores de estimación que no permitirán evaluar correctamente los riesgos. La crisis bancaria nórdica es un buen ejemplo de cómo la combinación de elementos cíclicos y estructurales, junto con un repentino cambio de régimen regulatorio, puede conducir a una crisis bancaria (véase recuadro 2).

Recuadro 2

LA CRISIS BANCARIA NÓRDICA

A finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, los sistemas bancarios de Finlandia, Noruega y Suecia experimentaron serios problemas. Aunque se trató de casos distintos, éstos culminaron en la primera crisis sistémica observada en Europa desde los años treinta.

En respuesta a la creciente competencia internacional, los sistemas bancarios nórdicos se liberalizaron rápidamente a finales de los años ochenta, mediante la adopción de una serie de medidas, como la suavización de las normas crediticias y la eliminación de las restricciones a las operaciones en divisas y a los tipos de interés. Esta desregulación coincidió con un período de fuerte crecimiento económico. Para hacer frente al rápido aumento de la demanda de crédito bancario, impulsada también por los incentivos fiscales y los bajos tipos de interés, las entidades de crédito recurrieron a la financiación exterior, lo que dio lugar a un alto nivel de riesgo de tipo de cambio. Además, las entidades de crédito reestructuraron sus carteras de préstamos, orientándolas hacia sectores más sensibles al ciclo económico y préstamos denominados en moneda extranjera. La expansión del crédito contribuyó a la creación de una burbuja de precios de activos, especialmente en el sector inmobiliario, que fomentó, a su vez, el crecimiento del crédito al aumentar el valor de las garantías. Las malas prácticas bancarias, como la infravaloración de los tipos de los préstamos y la gestión ineficaz de los riesgos, agravaron la situación. Por último, también se observaron deficiencias en el marco regulador y de supervisión.

Los problemas bancarios se pusieron de manifiesto cuando las economías de los países nórdicos entraron en recesión y se produjo una caída de los precios de los activos. A la crisis contribuyeron también perturbaciones exteriores, como el colapso de la Unión Soviética y la evolución de los precios del petróleo. La combinación de elevadas ratios de apalancamiento, altos tipos de interés varia-

bles y una abultada deuda en moneda extranjera, junto con la aplicación de una política monetaria más restrictiva que tuvo como consecuencia una rápida subida de los tipos de interés, acrecentó la carga de la deuda para los prestatarios y originó un número de quiebras sin precedentes. Al mismo tiempo, el descenso de los precios de los activos erosionó el valor de las garantías en poder de las entidades de crédito. La recapitalización de los sistemas bancarios de los citados países requirió una significativa intervención oficial, con la concesión de una cuantiosa ayuda pública, parte de la cual pudo, en algunos casos, recuperarse posteriormente.

Fuente: Drees y Pazarbaşıoğlu (FMI, 1998).

4 POSIBLES RAZONES DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO

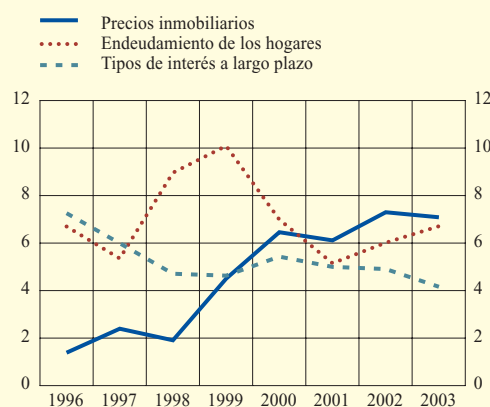
En comparación con anteriores episodios de tensión, el sector bancario de la UE se encontró en una situación más favorable entre los años 2000 y 2003, debido a una combinación de factores cíclicos y estructurales. La recesión económica fue relativamente suave y los tipos de interés bajaron debido al reducido nivel de inflación, con lo que se relajaron las tensiones en el sector bancario. La mejora del marco regulador y de supervisión y de la gestión de riesgos, así como unos mercados financieros con una mayor liquidez, contribuyeron a incrementar la capacidad de resistencia del sector bancario. Aunque el período del 2000 al 2003 estuvo precedido por la introducción de la moneda única en 1999, lo que puede considerarse como un cambio de régimen de gran magnitud, el proceso de adaptación del sector bancario de la zona del euro fue relativamente fluido, gracias a los extensos preparativos acometidos en los años anteriores a la introducción de la nueva moneda, que también sentó las bases para la estabilidad macroeconómica.

FACTORES CÍCLICOS

La desaceleración de la economía de la zona del euro comenzó en el 2000, tras un período de expansión de los mercados financieros y de crecimiento relativamente fuerte, en el que las entidades de crédito pudieron constituir reservas de capital que les ayudaron a aguantar la subsiguiente recesión (véase gráfico 4). Por otro lado, el deterioro de la situación financiera fue relativamente moderado. Durante el período considerado, no se observaron en la UE la inestabilidad macroeconómica y la ausencia de estabilidad de precios que coinciden tan a menudo con las crisis bancarias. A

Gráfico 7 Endeudamiento de los hogares, precios inmobiliarios y tipos de interés a largo plazo de la zona del euro

(tasas de variación interanuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

ello contribuyó de forma significativa un factor estructural fundamental, la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, en la que los tipos de cambio entre las antiguas monedas nacionales desaparecieron y se adoptó un marco de política monetaria común basado en la estabilidad de precios, la disciplina presupuestaria y el compromiso de llevar a cabo reformas estructurales.

Algunas de las líneas de actividad de las entidades de crédito se vieron favorecidas por el mantenimiento de tipos de interés bajos y por el sostenimiento de los precios inmobiliarios (véase gráfico 7). Las actividades minoristas dieron buenos resultados y el crédito hipotecario, que representó cerca de dos tercios del crédito total concedido por las entidades bancarias a los hogares en la zona del euro en el 2003, experimentó un fuerte crecimiento, al elevarse el endeudamiento de los hoga-

res ante la disminución de los costes financieros y el aumento del valor de las garantías. En consecuencia, en la zona del euro, el endeudamiento de los hogares creció considerablemente, situándose, en relación con la renta disponible, por encima del 80% en el 2003, en comparación con menos del 60% diez años antes.

MEJORA DEL MARCO REGULADOR Y DE SUPERVISIÓN

En las últimas décadas, se ha reforzado notablemente el marco regulador y de supervisión de las entidades de crédito, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. Esta mejora se llevó a cabo, en parte, en respuesta a problemas anteriores. Para superar los retos que plantean las actividades financieras, que se desarrollan cada vez más a escala internacional e intersectorial, se ha incrementado sustancialmente la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades responsables, a través de acuerdos bilaterales o en foros multilaterales. A escala europea, se ha revisado recientemente la estructura de los comités, con objeto de conseguir un sistema de regulación y supervisión más eficiente y de reducir la carga derivada de las divergencias nacionales.

Las crisis que sacudieron los mercados financieros a finales de los años noventa impulsaron también una mejora de la cooperación internacional y del intercambio de información en materia de estabilidad financiera, que se tradujo en la creación, en 1999, del Foro sobre Estabilidad Financiera y en una participación creciente del Comité Económico y Financiero, del Eurosistema y del Comité de Supervisión Bancaria del SEBC en este ámbito.

El Acuerdo de Capital de Basilea de 1988, establecido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, desempeñó, indudablemente, un papel importante para incrementar la capacidad de resistencia del sector bancario a perturbaciones adversas. El marco regulador de las entidades de crédito de la UE se ha basado, en gran medida, en el trabajo de ese Comité, tanto a nivel comunitario como en cada uno de los Estados miembros. En el ámbito comunitario, los pilares normativos más importantes son la Directiva Bancaria Consolidada³ y la Directiva sobre Adecuación del

Capital⁴. Estas Directivas han mejorado sensiblemente el marco regulador, al definir los requisitos para el acceso a las actividades bancarias, así como los principios y los instrumentos de supervisión prudencial. Se han establecido, por ejemplo, normas mínimas para el uso de la expresión «entidad de crédito», los procedimientos administrativos y contables, la idoneidad de la dirección y de los accionistas, los requerimientos de solvencia, los límites de grandes riesgos y de participaciones accionariales y la supervisión a nivel de grupo.

Está en curso una nueva mejora del marco regulador y de supervisión de las entidades de crédito. A nivel comunitario cabe mencionar, sobre todo, el trabajo de la Comisión Europea, realizado en paralelo con la revisión, por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, de los requerimientos de capital de las entidades de crédito que se ha materializado en el «Nuevo Acuerdo de Basilea» o «Basilea II». Esta revisión tiene por objeto fijar unos requerimientos de capital más sensibles al riesgo y, por lo tanto, más próximos a la realidad económica. Otro paso importante fue la adopción de la Directiva sobre Conglomerados Financieros⁵, que está en curso de transposición a la legislación nacional de los Estados miembros. Esta Directiva establece un grado más intenso de supervisión para los grupos financieros de los que formen parte, por ejemplo, entidades de crédito y empresas de seguros, fenómeno bastante corriente en la UE.

Por otro lado, las autoridades han adoptado varias medidas a nivel nacional. Se ha extendido más la supervisión basada en el riesgo, en virtud de la cual los bancos vienen tratados de forma diferente según su perfil de riesgo, asignando los escasos recursos de supervisión a las áreas que tienen niveles de riesgo más elevados. Este planteamiento se afianzará más todavía, ya que, con arreglo al Nuevo Acuerdo de Basilea, los supervisores deberán asegurarse de la adecuación del capital de las entidades de crédito en relación con su perfil de riesgo. También se observa una tendencia hacia la

3 Directiva 2000/12/CE de 20 de marzo de 2000.

4 Directiva 93/6/CEE de 15 de marzo de 1993.

5 Directiva 2002/87/CE de 16 de diciembre de 2002.

designación de supervisores financieros integrados, en respuesta a la presencia creciente de conglomerados financieros y ante el hecho de que los límites entre los sectores financieros están cada vez más difuminados. A escala nacional, el objetivo de la estabilidad financiera ha adquirido mayor importancia, tal y como demuestra el elevado número de bancos centrales que han empezado a publicar regularmente informes de estabilidad financiera. La necesidad de incrementar la supervisión de los sectores financieros nacionales se materializa también en el aumento de la supervisión macroeconómica del sector financiero por parte del FMI, a través de sus Programas de Evaluación del Sector Financiero (PESF).

MEJORA DE LAS PRÁCTICAS DE GESTIÓN DE RIESGOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS

En los últimos años, las entidades de crédito han mejorado sustancialmente sus prácticas de gestión de riesgos, con frecuencia en respuesta a períodos anteriores de tensiones. A este respecto, acontecimientos como la crisis de la deuda soberana de los años ochenta, las turbulencias que experimentaron los mercados de renta variable en 1987 y los de renta fija en 1994, y las recientes crisis bancarias (véanse recuadros 1 y 2) han tenido un efecto beneficioso y duradero sobre la gestión de riesgos de los bancos. También influyó de forma significativa la evolución del mercado, que se caracterizó por la aparición de nuevos tipos de instrumentos financieros, la participación creciente de las entidades de crédito en operaciones fuera de balance y los progresos realizados en la cuantificación de los riesgos. Los avances en el marco regulador contribuyeron igualmente a esta mejora, que se registró tanto en la organización de las entidades de crédito como en el uso por su parte de técnicas específicas de gestión de riesgos.

Las entidades bancarias han tomado cada vez más conciencia de que, para crear valor para los accionistas, es necesario integrar la gestión de riesgos en sus procesos generales de decisión. La gestión de riesgos se ha centralizado, en muchos casos, en un departamento específico, cuyo director participa en el consejo de administración o en un comité de gestión. De esta forma se separa el departamen-

to de riesgos de las líneas de actividad en las que se asumen riesgos, lo que hace más difícil eludir la aplicación de buenas prácticas de gestión de riesgos por razones comerciales. La importancia creciente de los conglomerados financieros y el proceso de integración de las entidades adquiridas han acrecentado la necesidad de adoptar una perspectiva uniforme a nivel de grupo. La creación de un departamento de riesgos separado ha venido precedida, con frecuencia, por la actuación de un comité de activos y pasivos, responsable de la gestión de los riesgos de tipo de interés, de liquidez y de tipo de cambio de la entidad bancaria.

Por su parte, las técnicas de gestión de riesgos se han perfeccionado notablemente, como resultado de la innovación financiera y de los avances logrados en la cuantificación del riesgo. Concretamente, se han desarrollado modelos de riesgo basados en el concepto de «valor en riesgo» (VaR)⁶. La cuantificación del riesgo, que ya se aplicaba al riesgo de mercado, se está extendiendo a otras categorías, como el riesgo de crédito y el riesgo operativo. Además, la aparición de varios tipos de derivados financieros ha facilitado la gestión de riesgos de las entidades de crédito. Tras la introducción de la moneda única, han surgido varias clases de contratos de elevada liquidez que se negocian en mercados organizados. El euro ha favorecido también la casi completa integración del mercado monetario, que permite transferir liquidez de una parte del sistema bancario a otra con rapidez y eficacia.

Por lo que se refiere a los derivados OTC, la innovación más significativa ha sido el crecimiento de los instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, tales como los derivados de crédito. Estos instrumentos facilitan la negociación y transferencia del riesgo de crédito. Entre los usuarios de ese mercado, los bancos, en su calidad de prestatarios originales, son los que más se deshacen de riesgos, mientras que las empresas de seguros son las que más asumen riesgos. En consecuencia, el riesgo de

6 El «valor en riesgo» es una medida estadística que indica la pérdida potencial de valor de una cartera de instrumentos financieros, debida a un factor de riesgo específico (como el riesgo de mercado) y que puede producirse con cierto grado de probabilidad (por ejemplo, el 99%) en un determinado período de tiempo (v.g. 10 días de negociación).

crédito se distribuye de una manera más uniforme en el sistema financiero y, si se producen abultados impagos por parte de algunas empresas, el sistema puede absorberlos con mayor facilidad. Sin embargo, este nuevo mercado ha suscitado también cierta preocupación en cuanto a la transparencia o a los riesgos contraídos por participantes en el mercado con un comportamiento simplista. La titulización es otra técnica que las entidades de crédito de la UE utilizan cada vez más para transferir el riesgo de crédito a otros participantes en el mercado.

Más recientemente, las entidades bancarias se han centrado en riesgos no tradicionales, como el riesgo estratégico, el riesgo de reputación o el riesgo legal, y han multiplicado los esfuerzos por controlarlos y, posiblemente, cuantificarlos. En la mayoría de los casos, estos riesgos no se han tratado individualmente, sino como parte de una estrategia más general encaminada a mejorar los sistemas de gestión. Por ejemplo, la función de vigilancia, que tiene por objeto ayudar a la entidad de crédito a gestionar su riesgo de incumplimiento⁷, se ha convertido en un importante instrumento de buen gobierno.

Por último, existen indicios de que las entidades de crédito han empezado ya a mejorar su gestión de riesgos con vistas al Nuevo Acuerdo de Capital. Para ello, han desarrollado bases de datos del riesgo de crédito y del riesgo operativo, técnicas de calificación del riesgo crediticio, modelos de riesgo de crédito y modelos integrados de gestión de riesgos y de asignación de recursos propios. Dado que, con toda probabilidad, numerosas entidades de tamaño pequeño no dispondrán de los recursos y de la capacidad técnica necesarios, las federaciones del sector bancario han estado trabajando en proyectos conjuntos para desarrollar los sistemas y la tecnología que permitan a las entidades de tamaño pequeño disponer también de instrumentos avanzados de gestión de riesgos.

ESFUERZOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR INCREMENTAR LA EFICIENCIA Y LA DIVERSIFICACIÓN DE SUS ACTIVIDADES

Aunque en distinta medida, en varios Estados miembros de la UE existía un exceso de capacidad bancaria, que se ha ido reduciendo gradualmente debido al aumento de la competencia, la introduc-

ción de la moneda única, los cambios tecnológicos y la internacionalización. Por ejemplo, entre los años 1997 y 2003, el número de entidades de crédito de la UE disminuyó de cerca de 9.100 a algo menos de 7.500, lo que supuso una reducción del 18%. Es probable que las entidades menos eficientes hayan sido las primeras en desaparecer, muchas de ellas absorbidas por rivales nacionales más fuertes. Sin embargo, este descenso no redujo el peso general del sector bancario en la economía. Por el contrario, el crecimiento de los activos bancarios siguió siendo superior al del PIB, con lo que, en promedio, los balances de las entidades bancarias continuaron creciendo, al tiempo que, ceteris paribus, se incrementaba también su capacidad de absorción de pérdidas, ya que las entidades mantuvieron un sólido nivel de capital.

Tal y como se indicaba anteriormente, las entidades de crédito respondieron a las presiones sobre la rentabilidad mediante la adopción de medidas correctoras, como la fijación de precios basada en mayor medida en el riesgo, la liquidación de activos secundarios y la reducción del número de sucursales y de empleados. Ello fue particularmente evidente en los sistemas bancarios nacionales que necesitaban una profunda reestructuración.

En algunos países de la UE, mediante reformas y privatizaciones se convirtieron cooperativas de crédito y bancos oficiales en sociedades anónimas, a veces con su posterior salida a Bolsa. Este cambio estructural tuvo un impacto sobre los incentivos de estas entidades, ya que quedaron sometidas a las presiones de los accionistas privados. En general, parece que con el tiempo ha aumentado la influencia de los mercados en el comportamiento de las entidades de crédito, lo que se manifiesta en las presiones de los accionistas (con frecuencia, institucionales) para crear «valor para el accionista» y en la tendencia hacia una mayor transparencia e información al mercado.

A lo largo del tiempo, las entidades de crédito de la UE han ido diversificando sus operaciones en dis-

⁷ El riesgo de incumplimiento es el riesgo de sanciones legales o reglamentarias, pérdida financiera o perjuicio a la reputación, como consecuencia del incumplimiento de las leyes, los reglamentos, los códigos de conducta y las prácticas óptimas aplicables.

tintas líneas de actividad y áreas geográficas, con el fin de facilitar la absorción de perturbaciones idiosincrásicas. El epígrafe de otros productos ordinarios ha sido el componente más dinámico de los ingresos de los bancos, contribuyendo sustancialmente al incremento generalizado de la rentabilidad. En el año 2002, esta fuente de ingresos representó en torno al 40% del margen ordinario de las entidades de crédito de la UE, en comparación con tan sólo el 30% en 1995. Los otros productos ordinarios no están estrechamente correlacionados con los ingresos por intereses, por lo que ofrecen los beneficios de la diversificación. Estos ingresos consisten en elementos heterogéneos, entre los cuales los más importantes son las comisiones. Hasta hace poco tiempo se observaba un aumento de las comisiones procedentes de la banca de inversión, la gestión de activos y los seguros. La introducción de la moneda única impulsó la actividad en los mercados financieros y las comisiones correspondientes, facilitando también, para la economía en general, el acceso a una fuente alternativa de financiación con respecto al canal bancario tradicional. Pero el descenso provocado por la contracción del mercado muestra que esta fuente de ingresos también comporta riesgos. Además, algunas entidades de crédito diversificaron sus actividades introduciéndose en nuevas áreas durante un período de expansión general y a un precio demasiado elevado, sin contar con los recursos o los conocimientos técnicos necesarios para soportar una prolongada contracción del mercado.

Por otro lado, las entidades bancarias de la UE diversificaron sus actividades entre áreas geográficas. Cuando las actividades tienen un mayor alcance internacional, las entidades están en mejores condiciones para aguantar perturbaciones económicas locales. La diversificación paneuropea se ve impulsada fuertemente por el Mercado Único y la moneda única. Todavía son relativamente escasas en la UE las fusiones bancarias transfronterizas, aunque se han celebrado algunos importantes acuerdos para la creación de grupos regionales como Dexia, Fortis y Nordea. Las entidades de crédito han incrementado también de forma significativa sus préstamos interbancarios y han diversificado sus carteras de valores de la zona del euro. Por ejemplo, entre los años 1998 y 2003, la propor-

ción de valores internacionales emitidos por entidades no bancarias y mantenidos por entidades bancarias de la zona del euro aumentó desde el 30% a cerca del 80% de las carteras de valores nacionales de estas entidades. En cuanto a los préstamos interbancarios transfronterizos, la proporción creció de un 30% a algo menos del 40%. La proporción de préstamos transfronterizos a entidades no bancarias es menos elevada, con una actividad, en general, reducida. Los beneficios potenciales de la diversificación geográfica quedan demostrados por el hecho de que, pese a la situación poco favorable de sus mercados nacionales, varias entidades de crédito de la UE han podido incrementar su rentabilidad mediante las actividades que desarrollan en los nuevos Estados miembros.

5 CONCLUSIÓN

La experiencia enseña que las dificultades bancarias generalizadas suelen surgir en un contexto de inestabilidad macroeconómica y de debilidad estructural, como consecuencia, por ejemplo, de un cambio de régimen, como una modificación de la regulación. El sector bancario de la UE experimentó un cambio muy importante con la introducción del euro en 1999 y estuvo sometido, después del 2000, a una serie de perturbaciones adversas, en un entorno de crecimiento económico relativamente lento. En comparación con episodios anteriores de tensión, que se tradujeron en verdaderas crisis bancarias en algunos países de la UE, el sector bancario pudo resistir las tensiones sin demasiadas dificultades.

Las razones de la capacidad de resistencia del sector bancario ante las circunstancias adversas a las que tuvo que hacer frente a partir del 2000 son varias y comprenden factores cíclicos y estructurales. En primer lugar, la adopción del euro se produjo tras extensos preparativos por parte tanto de las autoridades como de las entidades de crédito. En segundo lugar, pese al débil crecimiento económico registrado entre el 2000 y el 2003, el contexto macroeconómico general en el que las entidades bancarias operaban era estable, debido, en gran parte, a una política macroeconómica orientada hacia la estabilidad. En tercer lugar, también contribuyeron

ARTÍCULOS

Explicación
de la resistencia
del sector bancario
de la unión europea
desde el año 2000

factores estructurales, como la mejora del marco regulador y de supervisión, unas prácticas de gestión de riesgos más eficaces y la evolución de los mercados financieros y del negocio bancario.

De cara al futuro, varios factores influirán, probablemente, en la estabilidad del sector bancario.

Por lo que se refiere a la regulación y la supervisión, la aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital y de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) será fundamental. En cuanto al mercado, cabe esperar una concentración en el futuro, a la vista también de la reciente ampliación de la Unión Europea.

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	Revaloración 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	S31
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor	S32
4.3	Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S34
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
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	S38
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S40
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S41
4.8	Índices bursátiles	S42

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S43
5.2	Producto y demanda	S46
5.3	Mercado de trabajo	S50

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	S51
6.2	Deuda	S52
6.3	Variaciones de la deuda	S53
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S54
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S60
7.3	Comercio exterior de bienes	S61
7.4	Posición de inversión internacional	S63
7.5	Reservas internacionales	S65
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S66
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S67
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S68
9.2	En Estados Unidos y Japón	S69
	LISTA DE GRÁFICOS	S71
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, 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
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,3	21,0	3,32	4,92
2003	10,9	8,0	8,0	-	4,9	20,4	2,33	4,16
2003 III	11,4	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
IV	11,0	7,9	7,6	-	5,3	21,7	2,15	4,36
2004 I	11,1	7,2	6,4	-	5,4	16,5	2,06	4,15
II	.	.	.	-	.	.	2,08	4,36
2004 Ene	11,5	7,5	6,5	6,6	5,5	17,1	2,09	4,26
Feb	10,7	6,8	6,1	6,3	5,4	16,1	2,07	4,18
Mar	11,5	6,8	6,2	6,0	5,4	13,4	2,03	4,02
Abr	11,0	6,3	5,5	5,5	5,5	11,6	2,05	4,24
May	9,3	5,4	4,7	.	5,6	.	2,09	4,39
Jun	.	.	.	.	.	.	2,11	4,44

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
2002	2,3	-0,1	3,6	0,9	-0,5	81,5	0,5	8,4
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,4	81,0	0,1	8,9
2003 III	2,0	1,1	2,8	0,4	-0,1	81,1	0,1	8,9
IV	2,0	1,0	2,2	0,7	1,4	81,1	0,2	8,9
2004 I	1,7	0,2	2,3	1,3	1,2	80,6	0,1	8,9
II	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	1,9	0,2	-	-	0,7	80,7	-	8,9
Feb	1,6	0,0	-	-	0,9	-	-	8,9
Mar	1,7	0,4	-	-	1,9	-	-	8,9
Abr	2,0	1,4	-	-	1,6	80,5	-	9,0
May	2,5	.	-	-	.	-	-	9,0
Jun	2,4	.	-	-	.	-	-	.

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)	Tipo de cambio efectivo del euro: grupo estrecho (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
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	39,3	107,7	-9,9	25,3	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 III	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	103,9	1,1248
IV	25,8	29,9	-6,4	18,2	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 I	16,9	28,2	-28,7	1,8	308,4	103,9	108,2	1,2497
II	.	.	.	.	.	101,6	106,1	1,2046
2004 Ene	-4,1	4,2	-11,9	-14,9	309,7	104,7	108,9	1,2613
Feb	7,7	9,4	7,3	20,4	298,5	104,4	108,6	1,2646
Mar	13,2	14,5	-24,1	-3,7	308,4	102,8	107,1	1,2262
Abr	1,0	10,9	-3,3	-3,0	303,9	100,9	105,5	1,1985
May	.	.	.	.	298,9	102,0	106,5	1,2007
Jun	.	.	.	.	.	101,8	106,4	1,2138

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 interanuales 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 FMM y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema (millones de euros)

1. Activo

	2004 4 Jun	2004 11 Jun	2004 18 Jun	2004 25 Jun
Oro y derechos en oro	136.160	136.131	136.131	136.131
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	173.315	174.731	174.750	173.935
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	16.223	15.961	15.973	16.509
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.668	7.222	6.959	7.129
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	311.147	308.588	307.006	335.169
Operaciones principales de financiación	235.999	233.501	232.000	259.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	75.000	75.000	75.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	132	83	1	159
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	16	4	5	11
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	737	919	1.018	801
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	72.923	73.590	73.796	73.748
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.557	42.557	42.557	42.558
Otros activos	109.384	109.354	109.605	109.858
Total activo	870.114	869.053	867.795	895.838

2. Pasivo

	2004 4 Jun	2004 11 Jun	2004 18 Jun	2004 25 Jun
Billetes en circulación	447.414	448.379	447.625	448.111
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	139.274	141.079	140.372	136.783
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	139.139	141.019	140.338	136.740
Facilidad de depósito	129	52	29	39
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	6	8	5	4
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	302	302	303	303
Certificados de deuda emitidos	1.054	1.054	1.054	1.054
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	63.574	58.983	57.676	88.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	7.829	7.858	7.810	7.954
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	278	272	256	210
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.174	9.265	9.874	10.322
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM	5.924	5.924	5.924	5.924
Otros pasivos	55.897	55.567	56.531	56.806
Cuentas de revalorización	80.604	80.604	80.604	80.604
Capital y reservas	59.790	59.766	59.766	59.767
Total pasivo	870.114	869.053	867.795	895.838

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 largo 3)

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							
2004 3 Mar	100.586	253	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	267	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	330	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	333	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	335	218.000	2,00	2,00	2,01	7
7 Abr	255.399	317	218.500	2,00	2,00	2,01	7
14	265.103	341	205.500	2,00	2,00	2,01	7
21	267.511	371	211.000	2,00	2,00	2,01	7
28	270.499	366	220.000	2,00	2,00	2,01	7
5 May	267.916	349	211.000	2,00	2,00	2,01	7
12	273.449	344	207.000	2,00	2,00	2,01	7
19	275.403	371	223.500	2,00	2,00	2,01	7
26	280.155	371	232.500	2,00	2,00	2,01	7
2 Jun	269.747	337	236.000	2,00	2,00	2,01	7
9	278.440	344	233.500	2,00	2,00	2,01	7
16	305.245	376	232.000	2,00	2,00	2,01	7
23	331.013	406	260.000	2,00	2,00	2,01	7
30	3 15.078	385	256.000	2,00	2,01	2,02	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 26 Jun	28.694	124	15.000	-	2,11	2,12	91
31 Jul	25.416	134	15.000	-	2,08	2,10	91
28 Ago	35.940	143	15.000	-	2,12	2,13	91
25 Sep	28.436	106	15.000	-	2,10	2,12	84
30 Oct	32.384	150	15.000	-	2,13	2,14	91
27 Nov	25.402	128	15.000	-	2,12	2,13	91
18 Dic	24.988	114	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 Ene	47.117	145	25.000	-	2,03	2,04	91
26 Feb	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 Abr	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91
27 May	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
1 Jul	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal 4)	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5 Ene 5)	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 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 cuadro 1.3.2.
- 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, al tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se le aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo a más de 2 años y disponibles con preaviso)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 Ene	11.691,2	6.328,2	428,0	1.461,4	825,3	2.648,3	
Feb	11.775,2	6.315,9	431,3	1.470,0	882,0	2.676,0	
Mar	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
Abr	12.088,2	6.474,0	451,3	1.492,1	911,8	2.759,0	

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
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2004 6 Abr	134,6	135,3	0,7	0,0	2,00
11 May	134,4	135,0	0,6	0,0	2,00
8 Jun	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
6 Jul	138,0	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
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 I	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
2004 6 Abr	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0
11 May	310,7	213,2	75,0	0,1	0,0	0,1	0,4	436,4	46,0	-18,9	135,0	571,5
8 Jun	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1

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														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,5	86,0	0,8	7,6	-	13,2	374,1	11,9	132,9
2003	1.087,1	471,6	22,6	0,6	448,3	133,5	121,5	1,2	10,8	-	12,8	318,0	12,4	138,8
2004 Ene	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,3	123,9	1,3	11,2	-	12,9	321,7	13,0	136,3
Feb	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	140,4	127,1	1,3	11,9	-	13,1	309,1	13,9	140,4
Mar	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,3	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,8	14,0	143,9
Abr	1.130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	145,8	131,4	1,6	12,7	-	13,3	314,7	13,9	149,4
May ^(p)	1.128,1	493,4	22,6	0,6	470,1	146,8	132,9	1,6	12,3	-	13,0	310,2	14,0	150,7
IFM, excluido el Eurosistema														
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.799,1	12.114,1	819,0	7.101,5	4.193,6	2.947,5	1.246,0	425,6	1.275,9	67,3	894,9	2.567,0	162,1	1.046,2
2004 Ene	20.040,9	12.138,1	816,8	7.117,0	4.204,3	2.992,3	1.271,4	425,0	1.295,9	76,2	909,6	2.694,6	159,3	1.070,7
Feb	20.159,4	12.153,3	808,2	7.138,6	4.206,5	3.038,6	1.292,7	430,5	1.315,4	77,3	908,1	2.724,1	159,5	1.098,4
Mar	20.423,1	12.227,9	823,1	7.171,7	4.233,1	3.080,5	1.304,1	431,6	1.344,8	77,8	928,2	2.829,8	160,0	1.118,9
Abr	20.717,5	12.396,1	817,4	7.228,1	4.350,7	3.103,8	1.313,0	435,3	1.355,5	79,8	955,3	2.914,3	160,6	1.107,5
May ^(p)	20.683,8	12.352,8	811,5	7.265,6	4.275,7	3.146,5	1.339,8	439,4	1.367,3	77,4	955,1	2.886,4	159,2	1.106,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participac. 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											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.087,1	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,7
2004 Ene	1.090,0	430,0	345,9	42,7	15,5	287,6	-	1,6	140,8	29,4	142,2
Feb	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,3	24,3	140,2
Mar	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
Abr	1.130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
May ^(p)	1.128,1	459,2	350,2	46,0	18,3	285,8	-	1,6	146,5	22,2	148,3
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,6	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,1	0,0	10.772,6	132,3	6.277,6	4.362,6	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,6	1.457,9
2004 Ene	20.040,9	0,0	10.767,0	131,3	6.270,2	4.365,5	667,8	3.206,0	1.153,7	2.720,1	1.526,3
Feb	20.159,4	0,0	10.807,9	144,1	6.283,9	4.380,0	676,5	3.234,9	1.153,8	2.741,0	1.545,4
Mar	20.423,1	0,0	10.857,9	140,7	6.307,8	4.409,4	678,4	3.303,8	1.160,3	2.836,4	1.586,4
Abr	20.717,5	0,0	11.010,2	136,0	6.350,8	4.523,5	691,3	3.338,8	1.166,3	2.912,7	1.598,2
May ^(p)	20.683,8	0,0	10.986,0	147,6	6.372,4	4.466,0	686,9	3.359,4	1.170,4	2.908,9	1.572,2

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 ¹⁾	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											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003	14.553,6	7.943,8	841,7	7.102,1	1.794,3	1.367,4	426,9	623,6	2.885,0	174,5	1.132,4
2004 Ene	14.766,3	7.957,1	839,4	7.117,7	1.821,6	1.395,3	426,3	632,9	3.016,3	172,3	1.166,1
Feb	14.860,5	7.970,1	830,8	7.139,2	1.851,7	1.419,9	431,8	633,3	3.033,2	173,4	1.198,8
Mar	15.080,1	8.018,2	845,7	7.172,5	1.866,0	1.433,0	433,0	649,0	3.150,5	174,0	1.222,4
Abr	15.241,8	8.068,7	840,0	7.228,7	1.881,3	1.444,4	436,9	672,2	3.229,1	174,6	1.216,0
May ^(p)	15.263,7	8.100,3	834,1	7.266,2	1.913,8	1.472,8	441,0	665,5	3.196,5	173,2	1.214,4
Operaciones											
2002	601,1	299,2	-9,4	308,6	75,8	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003	796,6	385,7	13,6	372,1	171,9	117,4	54,5	21,7	227,7	-3,5	-7,0
2004 Ene	177,6	21,1	-2,4	23,5	15,5	17,4	-1,9	7,6	111,4	-2,4	24,3
Feb	97,0	17,7	-8,5	26,2	26,8	22,2	4,6	1,6	22,8	1,2	26,9
Mar	173,5	47,0	16,1	30,9	13,4	12,7	0,7	15,8	76,3	0,5	20,4
Abr	148,9	49,9	-6,9	56,8	16,7	12,3	4,4	22,1	70,9	0,6	-11,2
May ^(p)	51,1	35,2	-5,8	41,0	34,8	30,7	4,1	-4,2	-11,6	0,3	-3,4

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 ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003	14.553,6	397,9	153,6	6.294,5	581,8	1.873,7	1.010,8	2.637,2	1.597,6	6,5
2004 Ene	14.766,3	389,1	174,1	6.285,7	591,6	1.900,5	1.004,8	2.749,6	1.668,4	2,5
Feb	14.860,5	393,5	193,0	6.300,4	599,2	1.909,3	1.008,0	2.765,3	1.685,7	6,3
Mar	15.080,1	399,5	183,9	6.323,5	600,6	1.947,7	1.023,5	2.860,0	1.731,7	9,8
Abr	15.241,8	409,3	179,6	6.367,5	611,5	1.972,1	1.019,3	2.937,8	1.744,4	0,3
May ^(p)	15.263,7	416,5	193,6	6.390,7	609,6	1.981,4	1.014,3	2.931,1	1.720,5	6,0
Operaciones										
2002	601,1	101,4	-5,8	222,0	70,0	104,5	39,1	75,9	-92,6	86,5
2003	796,6	79,0	12,9	315,8	57,8	131,9	35,7	132,4	-27,0	58,2
2004 Ene	177,6	-8,8	20,5	-12,4	9,2	22,6	-3,9	86,0	72,4	-8,1
Feb	97,0	4,3	18,9	15,4	7,5	9,6	2,2	15,5	17,8	5,8
Mar	173,5	6,0	-9,1	19,8	3,4	29,2	6,5	74,2	45,7	-2,0
Abr	148,9	9,8	-4,7	42,3	10,6	21,7	2,1	60,0	19,7	-12,3
May ^(p)	51,1	7,2	14,0	25,3	-2,1	13,8	-1,3	8,2	-24,3	10,4

Fuente: BCE.

- 1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN se han sustituido por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos a fin de mes de TARGET correspondientes a los años 1999 y 2000 (enero a octubre), véase la nota correspondiente en el Boletín Mensual del BCE de febrero y de diciembre del 2000.
- 2) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 3) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias

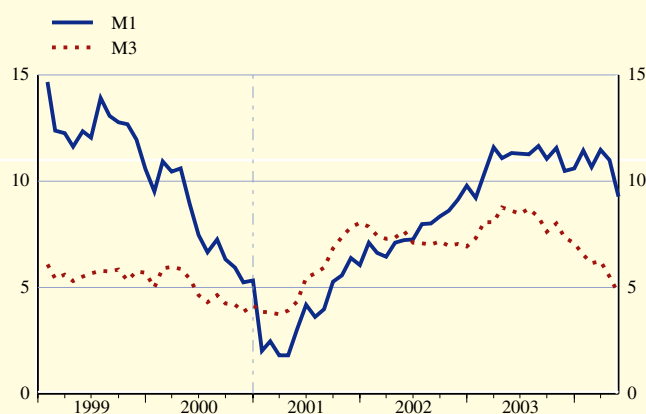
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		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	9	10
	Saldos vivos														
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,9	5.770,6	-	3.989,2	2.071,8	7.723,2	6.778,9	184,4				
2003	2.676,3	2.559,6	5.235,9	907,6	6.143,5	-	4.142,9	2.225,3	8.155,4	7.100,6	220,7				
2004 Ene	2.712,0	2.554,0	5.266,1	899,0	6.165,1	-	4.162,2	2.235,8	8.182,9	7.122,9	268,2				
Feb	2.721,0	2.558,0	5.279,0	912,2	6.191,2	-	4.184,5	2.246,3	8.212,9	7.151,3	277,2				
Mar	2.770,7	2.551,6	5.322,3	891,8	6.214,1	-	4.239,4	2.263,5	8.240,2	7.166,6	315,9				
Abr	2.783,5	2.555,9	5.339,4	914,8	6.254,1	-	4.277,2	2.277,8	8.297,0	7.209,1	332,0				
May ^(p)	2.765,9	2.575,7	5.341,6	898,8	6.240,4	-	4.288,1	2.289,2	8.331,8	7.251,9	289,9				
	Operaciones														
2002	217,3	89,3	306,5	67,8	374,3	-	187,7	37,4	346,4	311,9	167,7				
2003	258,3	114,6	372,8	33,2	406,0	-	234,5	133,3	448,7	373,0	96,3				
2004 Ene	35,3	-9,3	26,0	-6,4	19,5	-	15,1	-0,2	32,5	30,3	54,0				
Feb	10,2	3,4	13,6	14,1	27,6	-	21,2	8,2	35,0	33,1	15,2				
Mar	48,3	-8,0	40,3	-18,6	21,7	-	36,4	18,0	24,6	13,0	18,3				
Abr	11,9	4,1	16,0	22,6	38,6	-	40,8	14,0	56,9	43,1	26,3				
May ^(p)	-16,8	20,8	4,0	-16,0	-12,0	-	19,2	13,8	40,7	46,3	-36,1				
	Tasas de crecimiento														
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,6	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	167,7				
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	3,9	7,1	7,0	5,9	6,4	5,8	5,5	96,3				
2004 Ene	11,5	3,6	7,5	1,3	6,5	6,6	5,9	5,8	5,8	5,5	112,4				
Feb	10,7	3,0	6,8	2,5	6,1	6,3	6,1	5,7	5,7	5,4	110,1				
Mar	11,5	2,1	6,8	3,3	6,2	6,0	6,8	6,7	5,8	5,4	97,3				
Abr	11,0	1,5	6,3	1,4	5,5	5,5	7,3	6,2	5,9	5,5	111,2				
May ^(p)	9,3	1,4	5,4	1,0	4,7	.	7,4	6,0	5,8	5,6	47,0				

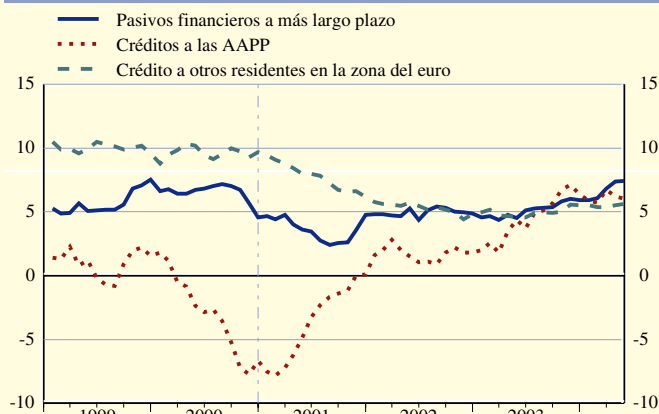
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanuales; 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

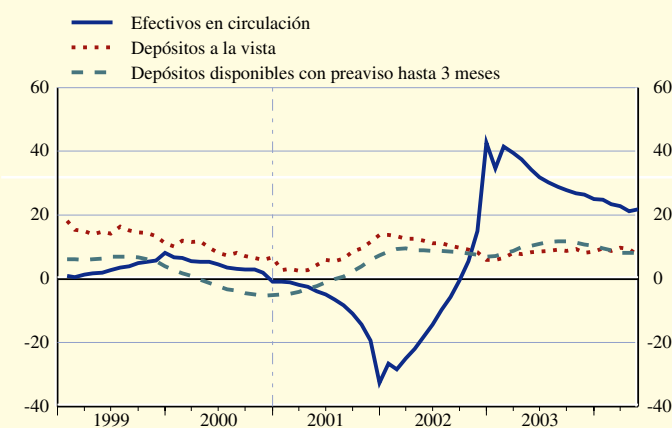
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	239,4	485,9	127,7	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,7	1.037,0	1.522,6	220,4	599,5	87,7	1.790,4	90,6	1.253,1	1.008,8
2004 Ene	395,0	2.317,0	1.026,9	1.527,1	212,9	595,1	91,0	1.814,4	90,3	1.257,4	1.000,1
Feb	399,0	2.322,0	1.019,8	1.538,2	226,8	594,2	91,2	1.821,5	90,1	1.264,1	1.008,9
Mar	406,1	2.364,7	1.003,3	1.548,3	204,8	597,7	89,3	1.857,2	90,1	1.267,9	1.024,2
Abr	409,5	2.374,0	995,5	1.560,3	219,8	600,6	94,3	1.879,5	90,0	1.283,8	1.023,9
May ^(p)	416,2	2.349,7	1.003,6	1.572,1	212,4	598,1	88,3	1.890,3	89,4	1.287,3	1.021,1
Operaciones											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,2	70,8	-13,2	117,9	-10,0	41,0	38,8
2003	77,8	180,5	-28,8	143,4	-9,7	59,8	-17,0	149,8	-13,2	62,6	35,3
2004 Ene	7,5	27,8	-13,8	4,5	-6,5	-5,1	5,1	18,1	-0,3	3,9	-6,6
Feb	3,9	6,2	-7,7	11,1	13,9	-0,9	1,1	7,0	-0,2	6,7	7,7
Mar	7,1	41,2	-17,9	10,0	-22,0	5,4	-2,0	26,5	0,0	3,5	6,3
Abr	3,4	8,5	-8,0	12,0	14,7	2,6	5,4	19,2	-0,1	15,7	6,0
May ^(p)	6,7	-23,5	9,0	11,8	-7,4	-2,7	-6,0	15,2	-0,6	3,7	0,9
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,4	17,1	-9,5	7,3	-8,8	3,5	3,9
2003 Dic	24,9	8,5	-2,7	10,4	-4,3	11,4	-16,8	9,0	-12,7	5,3	3,6
2004 Ene	24,8	9,5	-4,1	9,5	-7,7	8,8	-16,6	9,6	-11,9	5,6	2,1
Feb	23,3	8,8	-4,8	8,9	-1,3	7,8	-15,3	9,5	-11,2	5,6	2,6
Mar	22,7	9,8	-6,2	8,2	-2,5	7,6	-8,4	10,4	-9,9	5,4	4,0
Abr	21,1	9,4	-7,3	8,1	-1,5	7,2	-19,3	10,7	-8,6	6,6	4,0
May ^(p)	21,8	7,3	-7,5	8,1	-3,9	5,3	-11,9	10,6	-8,3	6,4	4,6

C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

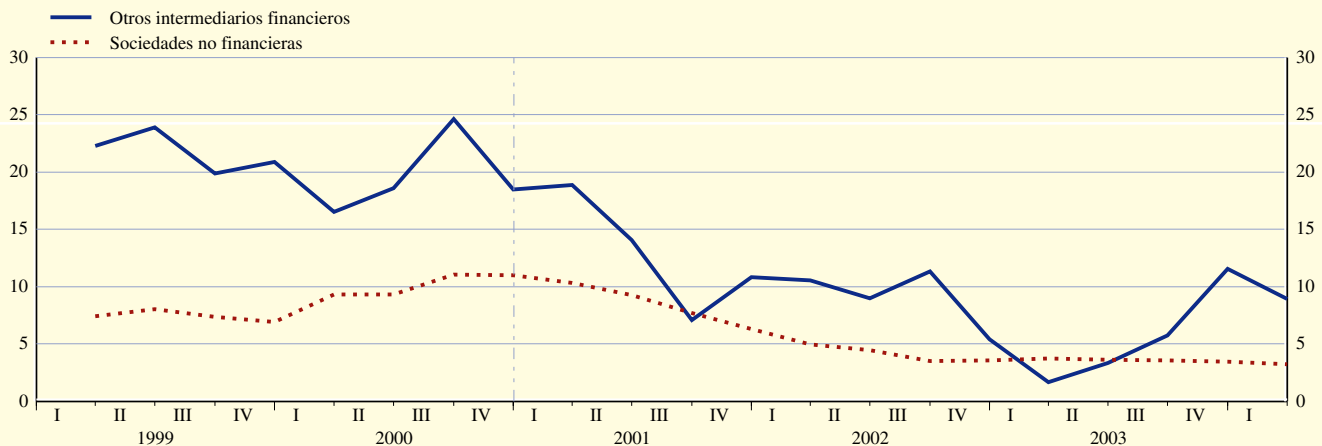
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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									
2002	33,0	19,7	455,2	289,3	2.965,6	980,1	514,8	1.470,6	
2003	35,6	22,1	514,6	324,6	3.030,6	956,8	526,5	1.547,3	
2004 Ene	47,5	34,2	505,2	313,5	3.040,0	960,1	530,2	1.549,7	
Feb	47,0	33,2	513,6	318,6	3.038,4	952,5	529,2	1.556,7	
Mar	46,3	32,1	508,0	306,6	3.051,7	957,2	524,7	1.569,8	
Abr	51,4	37,6	512,3	314,8	3.075,1	962,7	529,3	1.583,1	
May ^(p)	56,5	42,5	515,3	317,3	3.084,6	956,7	535,3	1.592,7	
Operaciones									
2002	-4,0	-7,3	23,6	16,2	104,0	-24,5	32,0	96,6	
2003	4,5	2,5	53,5	25,7	101,7	-7,9	15,4	94,2	
2004 Ene	11,9	12,1	-3,0	-4,3	9,0	2,3	3,8	2,9	
Feb	-0,6	-1,0	8,1	6,4	1,1	-6,9	-0,7	8,7	
Mar	-0,7	-1,1	-7,0	-12,5	12,2	4,7	-0,1	7,6	
Abr	4,7	5,1	8,4	11,5	21,2	4,6	4,6	11,9	
May ^(p)	5,1	4,9	3,6	2,8	12,0	-4,2	5,7	10,5	
Tasas de crecimiento									
2002 Dic	-10,2	-26,4	5,4	5,9	3,6	-2,4	6,5	6,9	
2003 Dic	12,9	12,7	11,6	8,6	3,5	-0,8	3,1	6,5	
2004 Ene	12,6	15,5	12,4	10,8	3,3	-3,1	5,2	6,9	
Feb	6,7	5,4	13,1	11,1	3,1	-3,4	4,2	7,1	
Mar	9,5	7,0	8,9	3,3	3,2	-2,1	3,4	6,7	
Abr	10,3	10,9	8,2	4,7	3,5	-1,9	3,8	6,9	
May ^(p)	21,3	25,7	7,5	4,4	3,7	-1,7	5,5	6,8	

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

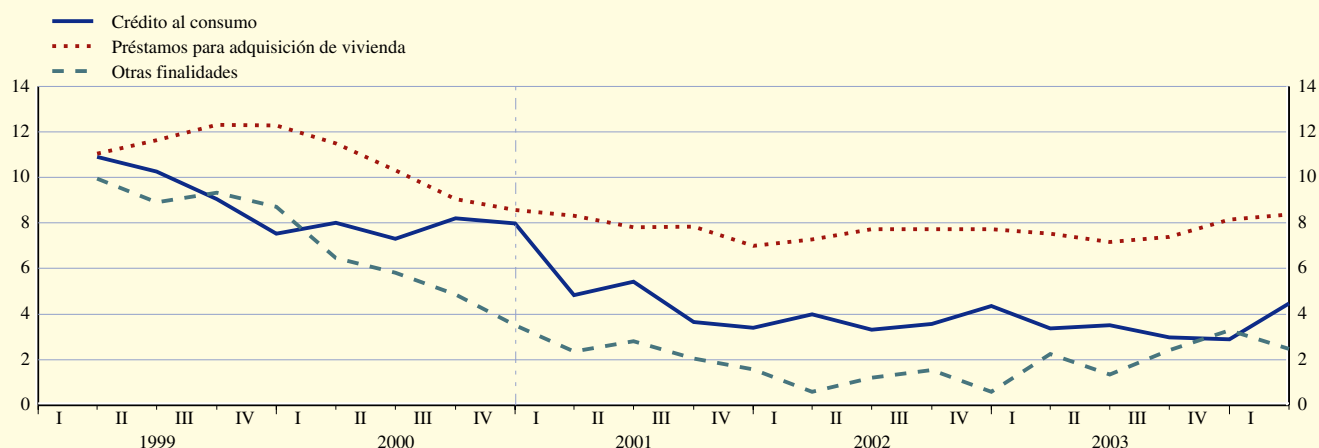
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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													
2002	3.326,9	518,8	105,9	178,3	234,6	2.188,4	22,3	65,1	2.101,1	619,7	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,7	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	16,1	71,7	2.272,7	675,8	144,8	95,9	435,2
2004 Ene	3.526,1	481,2	110,3	179,3	191,6	2.372,6	15,8	66,3	2.290,5	672,4	142,5	95,0	434,8
Feb	3.539,6	481,4	109,3	180,1	191,9	2.384,9	15,6	66,3	2.303,0	673,4	140,4	95,2	437,7
Mar	3.565,7	484,8	110,2	181,8	192,7	2.400,1	15,9	65,8	2.318,4	680,8	141,6	94,5	444,7
Abr	3.589,3	488,5	110,7	183,0	194,8	2.419,2	15,9	66,2	2.337,1	681,7	141,2	95,2	445,3
May ^(p)	3.609,1	487,9	110,2	182,7	195,0	2.439,0	14,2	62,5	2.362,3	682,2	139,9	95,3	447,1
Operaciones													
2002	181,7	21,8	7,1	5,4	9,3	156,2	-0,3	2,5	154,1	3,7	-3,0	2,2	4,4
2003	212,4	13,8	8,7	6,5	-1,3	177,8	-5,8	6,3	177,3	20,8	-6,8	-4,9	32,5
2004 Ene	7,5	-2,8	-1,4	-1,7	0,3	12,5	-0,3	-5,3	18,1	-2,3	-1,9	-0,8	0,4
Feb	15,8	0,7	-0,8	1,0	0,5	13,0	-0,1	0,0	13,1	2,1	-1,7	0,2	3,5
Mar	26,3	4,4	0,9	2,0	1,5	19,3	0,3	0,5	18,5	2,6	1,3	0,0	1,3
Abr	22,6	2,8	0,5	1,0	1,4	19,0	0,0	0,4	18,6	0,8	-0,4	0,5	0,7
May ^(p)	20,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,4	20,0	-1,7	-3,8	25,5	0,6	-1,2	0,0	1,7
Tasas de crecimiento													
2002 Dic	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,7	-1,4	4,1	8,0	0,6	-1,9	2,2	1,2
2003 Dic	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,0	9,5	8,5	3,3	-4,5	-5,0	8,6
2004 Ene	6,4	3,6	0,7	6,2	2,9	8,3	3,4	-0,7	8,6	2,2	-1,9	-3,8	5,1
Feb	6,4	4,6	-0,8	7,3	5,5	8,2	1,6	-1,4	8,6	1,3	-2,4	-5,6	4,2
Mar	6,7	4,5	0,4	6,0	5,5	8,4	5,2	-2,7	8,7	2,5	-1,3	-2,8	5,0
Abr	6,8	4,8	0,5	5,8	6,3	8,7	6,8	-2,8	9,0	2,2	-1,0	-2,6	4,4
May ^(p)	6,9	4,4	0,9	4,7	6,1	8,8	-5,4	-8,8	9,5	2,1	-0,5	-2,4	4,0

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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⁾

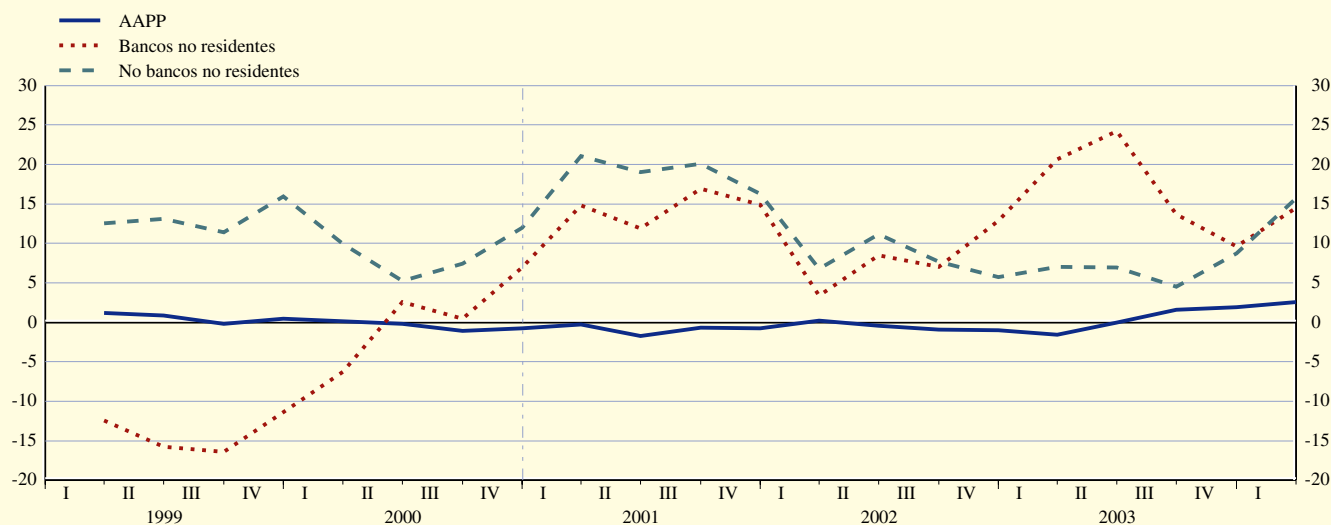
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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
Saldos vivos										
2001	822,0	145,6	298,3	362,9	15,2	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 I	805,0	134,7	267,2	379,2	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
II	794,3	127,1	263,5	375,3	28,3	1.833,2	1.242,2	590,9	59,2	531,7
III	797,7	128,6	262,7	375,9	30,6	1.741,1	1.157,4	583,7	59,8	523,9
IV	819,0	130,6	265,1	388,3	35,0	1.762,9	1.182,3	580,6	59,3	521,2
2004 I ^(p)	823,1	135,5	261,3	392,1	34,3	1.953,6	1.300,6	653,0	62,4	590,6
Operaciones										
2001	-6,2	-18,7	1,1	9,9	1,7	225,2	140,0	84,6	4,3	80,3
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003 I	-0,4	0,7	-10,2	4,9	4,1	66,3	43,8	22,4	-5,5	28,0
II	-8,3	-7,2	-3,8	-1,9	4,5	105,3	93,1	11,8	0,3	11,5
III	3,4	1,5	-0,7	0,5	2,2	-86,9	-82,9	-4,0	0,6	-4,5
IV	20,4	1,2	2,4	12,3	4,5	75,0	55,4	19,6	-0,2	19,8
2004 I ^(p)	5,2	5,9	-3,9	3,9	-0,8	161,3	100,0	61,1	3,1	58,0
Tasas de crecimiento										
2001 Dic	-0,8	-11,4	0,4	2,8	12,4	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Mar	-1,6	-13,2	-9,2	7,2	56,3	15,6	20,7	7,0	-13,9	9,8
Jun	0,0	-8,4	-6,3	5,2	54,3	18,0	24,2	6,9	-8,3	8,8
Sep	1,6	-3,1	-4,2	5,1	50,1	10,4	13,7	4,5	-10,5	6,4
Dic	1,9	-2,8	-4,4	4,2	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 Mar ^(p)	2,6	1,1	-2,2	3,9	43,7	14,9	14,5	15,7	6,4	16,8

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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⁾

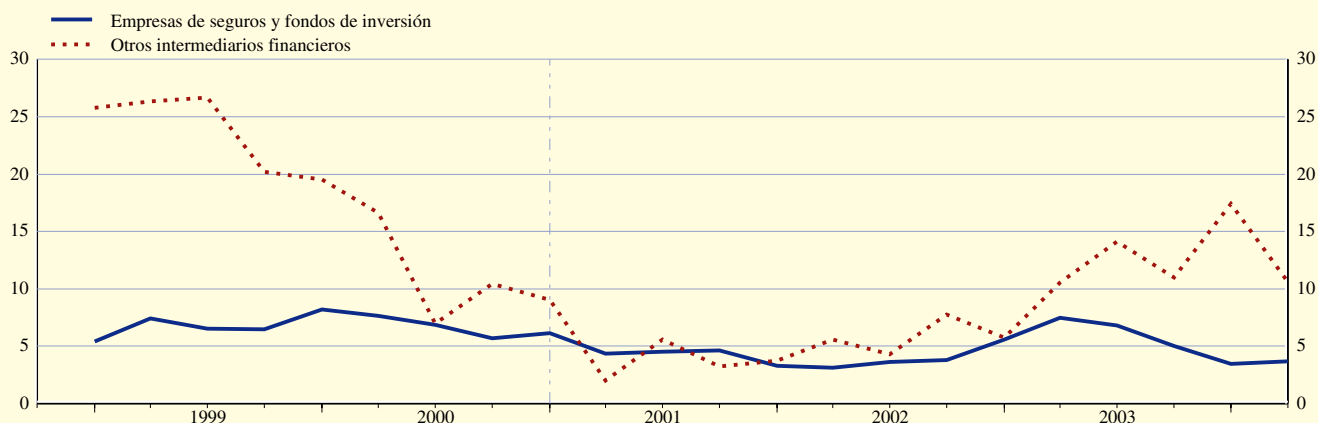
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	568,9	183,1	130,6	144,5	6,1	0,1	104,4
2004 Ene	554,2	65,4	43,2	422,2	1,3	0,3	21,7	571,5	181,7	130,7	141,3	6,9	0,1	110,8
Feb	556,2	62,8	42,3	424,3	1,3	0,3	25,1	578,9	184,1	122,8	143,5	8,4	0,1	120,1
Mar	556,5	64,6	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	585,5	196,5	119,8	146,7	7,8	0,1	114,7
Abr	562,2	62,2	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	600,3	194,6	129,2	149,6	8,3	0,1	118,5
May ^(p)	563,0	57,1	45,8	435,7	1,5	0,4	22,7	592,7	191,5	125,7	148,6	7,9	0,1	119,1
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,1	1,6	-3,9	19,1	0,3	-0,1	1,1	84,8	27,5	-1,1	39,1	3,2	0,0	16,0
2004 Ene	12,1	6,5	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	1,3	-1,0	-2,4	-3,4	0,8	0,0	7,4
Feb	2,0	-2,6	-0,9	2,2	0,0	0,0	3,4	6,6	2,5	-8,8	2,2	1,5	0,0	9,3
Mar	0,2	1,8	-0,3	1,8	0,0	0,0	-3,1	5,1	12,0	-3,3	2,6	-0,7	0,0	-5,4
Abr	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	14,0	-2,2	9,2	2,7	0,5	0,0	3,6
May ^(p)	0,8	-5,2	4,1	4,4	0,0	0,0	-2,5	-7,0	-2,9	-3,3	-0,9	-0,4	0,0	0,5
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,4	2,8	-8,4	4,8	40,8	-12,6	6,0	17,4	17,8	-0,9	37,2	70,8	-	17,1
2004 Ene	4,3	15,2	5,4	2,8	50,0	-9,7	-0,3	12,9	12,0	1,5	23,1	58,0	-	15,3
Feb	4,8	15,3	5,9	2,7	57,7	-7,7	15,2	13,3	16,6	-9,4	25,0	76,4	-	21,5
Mar	3,7	5,0	8,0	2,4	40,3	1,8	18,6	10,6	16,8	-13,1	22,2	47,6	-	16,4
Abr	4,4	8,3	-3,8	3,9	48,8	6,2	17,0	10,1	15,0	-13,3	24,6	64,5	-	15,1
May ^(p)	4,0	-1,0	0,3	5,2	9,7	6,6	1,8	4,6	6,8	-16,9	15,3	38,9	-	16,4

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

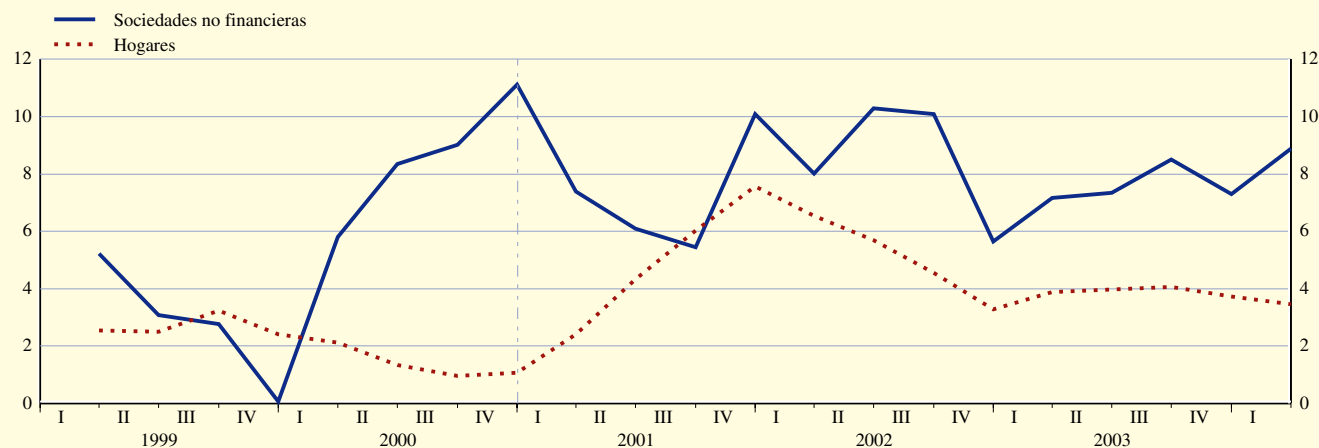
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
Saldos vivos														
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.049,5	633,4	280,2	66,4	38,1	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 Ene	1.011,1	610,9	266,3	68,0	39,0	1,5	25,4	3.995,2	1.315,7	538,9	604,7	1.393,0	88,8	54,1
Feb	1.016,4	603,2	277,1	69,1	39,3	1,6	26,0	3.995,8	1.317,7	531,4	607,0	1.397,1	88,4	54,2
Mar	1.035,7	625,0	275,4	68,4	39,9	1,7	25,3	3.998,0	1.320,8	527,2	608,8	1.401,2	88,2	51,9
Abr	1.038,3	628,7	271,3	69,7	40,5	1,7	26,4	4.015,1	1.335,9	523,1	610,3	1.406,5	87,1	52,3
May ^(p)	1.051,4	633,7	278,8	70,3	41,0	1,7	26,0	4.027,9	1.349,9	518,8	611,1	1.411,4	86,2	50,5
Operaciones														
2002	53,9	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,4	65,4	-	-	-	-	-1,9
2003	71,7	41,0	58,5	-34,1	10,2	0,4	-4,2	141,9	95,2	-75,1	39,8	117,4	-13,7	-21,8
2004 Ene	-39,6	-23,1	-14,5	1,5	1,0	0,0	-4,6	15,9	3,7	-5,6	3,9	13,8	-1,1	1,2
Feb	6,4	-6,7	10,9	1,2	0,3	0,1	0,6	0,8	2,1	-7,3	2,3	4,1	-0,4	0,1
Mar	18,5	21,1	-2,3	-0,3	0,6	0,0	-0,7	1,3	2,8	-4,7	1,8	4,1	-0,2	-2,3
Abr	2,2	3,4	-4,0	1,2	0,6	0,0	1,1	16,9	15,1	-4,2	1,5	5,3	-1,1	0,4
May ^(p)	14,1	5,4	7,9	0,7	0,4	0,0	-0,4	13,3	14,2	-3,9	0,9	4,9	-0,9	-1,8
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,3	6,8	25,7	-33,7	41,7	44,2	-12,4	3,7	7,9	-12,1	7,1	9,3	-13,2	-29,2
2004 Ene	7,4	10,4	1,7	12,7	33,0	38,3	-27,1	4,1	9,6	-9,0	3,7	8,7	-12,4	-28,5
Feb	8,3	10,0	4,6	14,6	26,7	17,2	-19,3	3,7	8,7	-8,8	3,3	8,0	-11,6	-28,4
Mar	8,9	12,0	3,2	12,8	23,1	21,6	-20,4	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
Abr	8,0	11,1	1,0	15,7	22,2	20,3	-16,1	3,5	7,7	-8,9	4,1	7,2	-9,3	-25,5
May ^(p)	7,1	10,5	-0,3	18,7	20,5	22,2	-23,5	3,6	8,1	-9,1	4,3	7,1	-8,8	-26,5

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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⁾

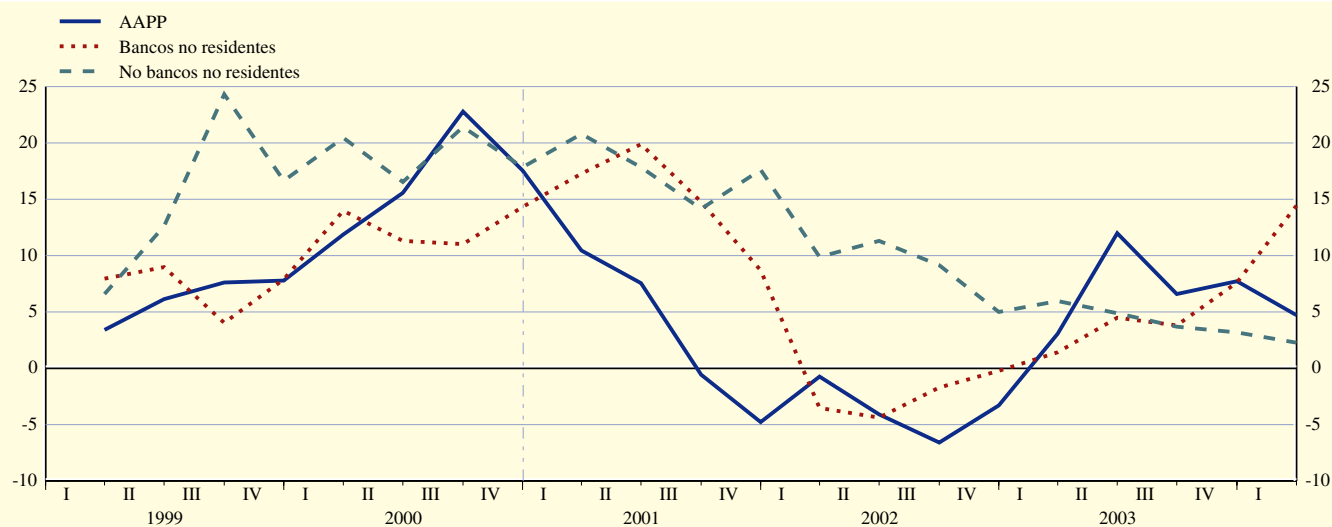
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 I	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,0	1.588,0	704,0	97,8	606,2
II	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,6	599,3
III	263,9	128,9	32,3	64,2	38,5	2.256,3	1.562,4	693,8	93,4	600,5
IV	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.246,3	1.580,9	665,4	96,1	569,3
2004 I ^(p)	272,8	140,7	30,0	62,4	39,6	2.446,6	1.745,3	701,3	100,8	600,5
Operaciones										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,7	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 I	8,7	11,6	0,4	-3,7	0,3	61,5	30,2	31,4	0,5	30,8
II	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,2	27,2	3,0	-3,3	6,3
III	-23,5	-16,0	-1,9	-0,4	-5,2	-6,5	-7,9	1,4	-1,2	2,6
IV	7,3	3,4	-1,1	2,7	2,3	54,4	68,0	-13,5	2,7	-16,2
2004 I ^(p)	1,6	8,4	-1,1	-4,4	-1,3	156,8	132,3	24,5	4,8	19,7
Tasas de crecimiento										
2001 Dic	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Mar	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	0,0	6,9
Jun	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,5	5,8
Sep	6,6	18,9	-5,7	0,8	-5,7	3,8	3,8	3,7	-7,7	5,7
Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,3	7,6	3,2	-1,3	3,9
2004 Mar ^(p)	4,7	14,5	-6,1	-4,6	-1,5	10,7	14,4	2,3	3,1	2,2

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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.

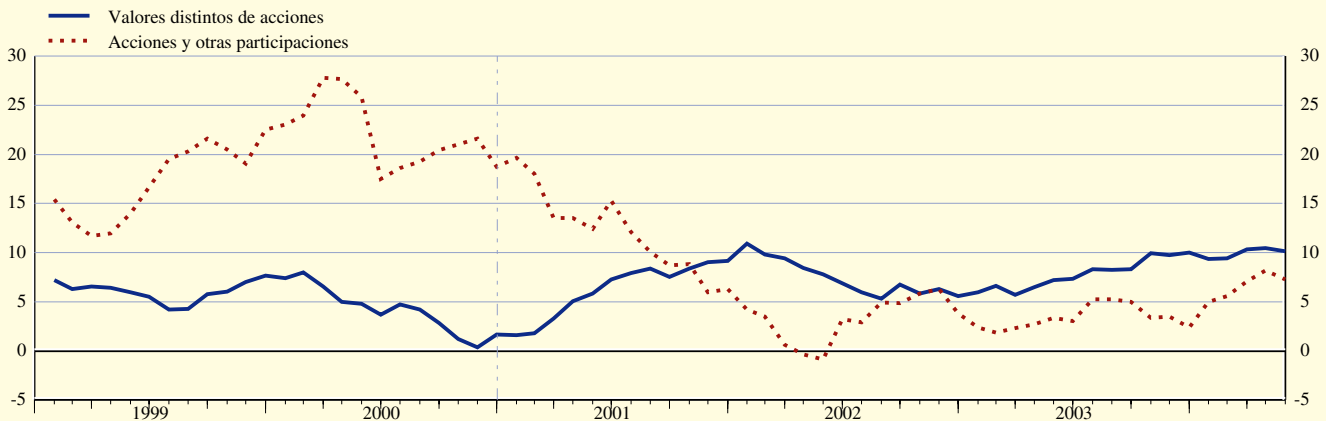
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; 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												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,8	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,1	18,6	629,3	1.068,6	279,7	615,2	173,7
2004 Ene	3.661,7	1.235,0	60,9	1.255,3	16,1	407,3	17,7	669,4	1.089,7	285,4	624,3	180,1
Feb	3.712,7	1.257,7	57,7	1.276,8	15,9	412,5	18,0	674,1	1.092,9	283,6	624,6	184,8
Mar	3.766,1	1.284,0	60,8	1.286,4	17,7	413,4	18,2	685,6	1.117,6	287,9	640,3	189,4
Abr	3.811,0	1.293,5	62,0	1.295,7	17,3	416,7	18,6	707,2	1.146,6	292,1	663,3	191,3
May ^(p)	3.849,7	1.305,9	61,4	1.322,7	17,2	421,7	17,6	703,2	1.148,3	298,2	656,9	193,2
Operaciones												
2002	171,3	48,0	-0,6	40,9	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003	327,1	91,8	3,4	79,9	1,0	52,4	2,0	96,6	24,0	8,0	21,8	-5,8
2004 Ene	61,6	14,0	2,3	15,1	0,1	-0,7	-1,3	32,1	17,9	3,9	7,6	6,4
Feb	48,2	22,1	-3,2	19,6	0,0	4,0	0,5	5,2	5,9	-0,1	1,6	4,4
Mar	44,8	26,3	2,1	10,0	1,2	0,9	-0,3	4,6	24,7	4,7	15,8	4,3
Abr	41,9	9,7	0,9	9,3	-0,4	4,0	0,3	18,3	28,4	4,6	22,1	1,8
May ^(p)	46,8	12,1	-0,3	28,7	0,1	4,8	-0,7	2,1	4,2	6,1	-4,1	2,2
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,6	4,5	-2,0	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 Dic	10,0	8,1	7,3	7,0	5,8	14,9	10,1	17,3	2,4	3,0	3,8	-3,2
2004 Ene	9,3	7,2	4,2	6,4	1,7	12,9	9,2	18,2	5,0	7,6	4,9	1,2
Feb	9,4	8,2	-0,7	6,8	-4,2	12,0	10,1	16,9	5,6	7,7	5,6	2,6
Mar	10,3	9,7	2,2	7,4	5,3	10,8	3,1	18,5	7,1	7,4	8,1	3,4
Abr	10,5	10,7	9,9	6,6	3,1	8,1	7,9	20,1	8,2	9,4	8,9	3,9
May ^(p)	10,1	10,5	8,8	6,5	6,3	9,0	-7,5	18,7	7,3	9,9	6,2	7,0

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

1. Sanearamiento total o parcial de los préstamos a hogares

	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
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,0	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,6	-2,8	-0,3	-4,6
2004 Ene	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,5	-0,1	-0,8
Feb	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,2	0,0	-0,6
Mar	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
Abr	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
May ^(p)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2

2. Sanearamiento 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
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,0	-0,4	-0,6
2004 Ene	-3,6	-1,8	-0,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2
Feb	-1,6	-0,5	-0,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
Mar	-1,2	-0,7	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
Abr	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2
May ^(p)	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,2	0,1	0,2

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	35,2	9,8	0,6	11,1	-0,1	5,1	0,2	8,4	-6,8	-4,7	0,7	-2,7
2003	-3,1	-0,9	-0,4	3,4	0,0	-1,7	-0,1	-3,4	11,1	7,1	2,5	1,5
2004 Ene	9,8	1,5	0,2	7,9	0,1	0,0	0,0	0,2	3,2	1,6	1,7	0,0
Feb	3,7	0,6	0,0	1,7	0,0	1,1	0,0	0,2	-2,7	-1,6	-1,3	0,3
Mar	2,4	0,2	0,1	1,2	0,1	0,2	0,0	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,3
Abr	-5,1	-0,3	0,0	-4,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	0,6	-0,5	0,9	0,2
May ^(p)	-3,3	0,1	0,0	-1,7	0,0	0,2	0,0	-1,9	-2,1	0,2	-2,0	-0,3

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona euro														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 I	4.196,4	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,8	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
II	4.296,7	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.244,1	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
III	4.309,4	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.257,1	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
IV	4.362,6	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I ^(p)	4.409,4	90,5	9,5	5,8	0,5	1,5	1,1	6.448,5	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,3
De no residentes en la zona euro														
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003 I	1.588,0	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,0	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
II	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
III	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,8	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
IV	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	665,4	51,1	48,9	32,0	2,1	2,2	9,6
2004 I ^(p)	1.745,3	46,3	53,7	35,4	1,7	3,4	10,5	701,3	53,3	46,7	30,0	2,1	1,9	9,6

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
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 I	3.197,1	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
II	3.226,5	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
III	3.261,6	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
IV	3.303,2	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I ^(p)	3.458,4	84,6	15,4	7,7	1,8	2,0	2,5

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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														
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4	
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003 I	4.074,2	-	-	-	-	-	7.658,9	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
II	4.143,3	-	-	-	-	-	7.736,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
III	4.155,6	-	-	-	-	-	7.793,0	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3	
IV	4.193,6	-	-	-	-	-	7.920,5	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I ^(p)	4.233,1	-	-	-	-	-	7.994,8	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	8,4	608,7	33,1	66,9	51,9	1,9	4,2	6,1
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003 I	1.173,0	50,6	49,4	30,6	4,3	2,7	8,6	594,0	38,2	61,8	46,7	1,9	4,6	5,6
II	1.242,2	50,8	49,2	30,8	4,8	2,4	7,9	590,9	39,3	60,7	46,2	1,5	4,2	5,7
III	1.157,4	49,7	50,3	30,4	5,6	2,4	8,7	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3
IV	1.182,3	50,2	49,8	29,3	5,0	2,3	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I ^(p)	1.300,6	49,1	50,9	31,1	4,7	2,3	9,2	653,0	40,0	60,0	42,0	2,5	4,3	8,1

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2001	1.122,9	95,2	4,8	2,7	0,6	0,1	0,7	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003 I	1.234,7	95,1	4,9	1,7	0,6	0,2	1,0	1.595,9	97,7	2,3	1,3	0,6	0,1	0,2
II	1.242,2	95,2	4,8	1,7	0,6	0,3	1,0	1.644,3	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
III	1.256,4	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1,1	1.670,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
IV	1.275,9	95,5	4,5	1,5	0,5	0,3	1,3	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,6	0,1	0,2
2004 I ^(p)	1.344,8	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,4	1.735,7	97,9	2,1	1,2	0,5	0,1	0,2
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	10,2	308,0	41,3	58,7	44,1	5,9	0,8	4,7
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003 I	256,5	39,8	60,2	36,3	3,7	3,3	12,0	339,2	43,2	56,8	36,5	9,1	0,8	5,9
II	259,0	42,3	57,7	34,4	3,4	2,4	13,6	355,6	44,2	55,8	35,4	8,5	0,7	6,0
III	261,4	43,1	56,9	32,4	3,5	2,7	14,5	363,3	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7
IV	275,5	44,9	55,1	30,5	3,8	1,9	15,1	353,8	45,8	54,2	33,3	9,2	0,8	6,3
2004 I ^(p)	308,2	43,9	56,1	35,1	1,1	0,6	17,2	377,4	44,7	55,3	34,8	6,7	0,9	7,6

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación sectorial 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 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2002 III	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
IV	2.860,6	242,2	1.335,0	72,0	1.263,1	853,4	203,1	120,5	106,4
2003 I	2.746,9	217,2	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
II	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
III	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
IV ^(p)	3.174,3	234,9	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,9	243,6	133,9	139,0

2. Pasivo

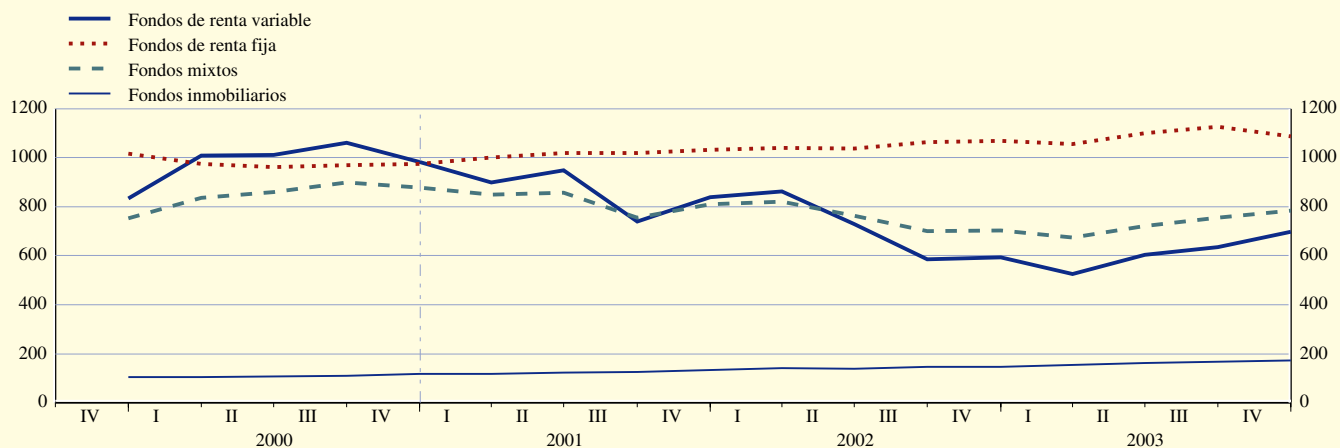
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2002 III	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
IV	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV ^(p)	3.174,3	44,2	3.010,9	119,1

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos inversores especiales 8
2002 III	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2
IV	2.860,6	594,1	1.068,2	701,6	147,5	349,2	2.087,7	772,9
2003 I	2.746,9	525,9	1.054,1	675,3	153,9	337,7	1.975,5	771,4
II	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,4	374,4	2.140,4	819,1
III	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,0	836,6
IV ^(p)	3.174,3	697,8	1.086,2	783,3	171,9	435,1	2.318,1	856,2

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									
2002 III	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
IV	594,1	26,6	28,0	3,1	24,9	506,1	18,4	-	14,9
2003 I	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,5	16,5	-	16,1
II	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
III	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
IV ^(p)	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,9	20,8	-	22,5
Fondos de renta fija									
2002 III	1.063,3	78,3	902,1	37,2	865,0	32,7	11,6	-	38,5
IV	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 I	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
II	1.099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
III	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
IV ^(p)	1.086,2	82,5	905,6	31,6	874,0	31,0	21,6	-	45,5
Fondos mixtos									
2002 III	699,9	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7
IV	701,6	53,9	294,9	21,3	273,6	233,0	87,7	3,4	28,6
2003 I	675,3	50,4	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
II	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
III	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
IV ^(p)	783,3	49,5	323,9	22,1	301,9	272,4	100,4	0,3	36,7
Fondos inmobiliarios									
2002 III	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
IV	147,5	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	112,6	6,8
2003 I	153,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	115,1	6,5
II	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
III	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
IV ^(p)	171,9	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,9	7,4

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							
2002 III	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
IV	2.087,7	191,0	904,8	663,5	153,2	105,8	69,6
2003 I	1.975,5	165,6	882,6	599,9	155,1	101,3	71,0
II	2.140,4	181,6	912,3	691,7	168,3	104,2	82,2
III	2.249,0	199,0	927,6	736,5	176,6	108,9	100,4
IV ^(p)	2.318,1	191,6	913,3	816,1	183,4	115,6	98,0
Fondos de inversión especiales							
2002 III	754,2	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7
IV	772,9	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8
2003 I	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
II	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
III	836,6	49,3	477,7	195,8	58,0	17,4	38,4
IV ^(p)	856,2	43,2	475,7	217,8	60,1	18,3	41,0

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro	
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las IFM ¹⁾		11
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales					9	10
Saldos vivos												
2002 III	14.308,9	5.450,9	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	198,6	289,0	
IV	14.598,0	5.610,3	309,2	4.951,7	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	213,1	293,2	
2003 I	14.552,9	5.635,8	288,9	4.948,2	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9	
II	15.011,4	5.749,7	310,1	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8	
III	15.108,3	5.754,4	320,9	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4	
IV	15.377,2	5.872,1	350,7	5.182,5	2.027,5	1.558,0	1.511,9	85,2	153,6	185,3	348,1	
Operaciones												
2002 III	142,9	8,0	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	2,7	9,1	
IV	168,5	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1	
2003 I	154,4	40,2	1,3	-3,3	-29,5	-11,1	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2	
II	208,0	131,6	21,2	85,9	83,8	-8,7	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4	
III	126,2	12,4	11,4	12,2	6,8	-3,8	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2	
IV	149,1	125,2	29,8	118,8	79,0	8,6	36,3	-5,2	-30,3	6,8	11,1	
Tasas de crecimiento												
2002 III	4,3	4,7	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	15,7	5,3	
IV	3,9	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	12,2	4,0	
2003 I	4,2	5,9	31,2	4,3	7,3	-0,4	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7	
II	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6	
III	4,6	6,5	23,3	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5	
IV	4,4	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5	
Valores distintos de acciones												
			Acciones²⁾					Reservas técnicas de seguro				
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
Saldos vivos												
2002 III	1.966,1	200,9	1.765,2	3.427,5	1.696,7	1.730,9	313,9	3.464,5	3.125,0	339,4		
IV	1.972,2	196,5	1.775,6	3.483,2	1.771,2	1.712,0	309,2	3.532,3	3.189,7	342,6		
2003 I	1.967,4	179,3	1.788,0	3.350,3	1.609,9	1.740,4	395,7	3.599,4	3.251,2	348,2		
II	1.933,0	162,9	1.770,1	3.655,4	1.818,5	1.836,8	401,9	3.673,3	3.322,2	351,1		
III	1.927,1	164,7	1.762,4	3.689,3	1.828,1	1.861,1	405,9	3.737,5	3.383,8	353,7		
IV	1.921,1	172,3	1.748,8	3.818,5	1.942,9	1.875,6	404,4	3.765,5	3.410,0	355,5		
Operaciones												
2002 III	33,9	17,0	16,9	48,9	24,1	24,8	13,9	52,0	47,8	4,2		
IV	-13,3	-15,9	2,6	-24,9	-24,3	-0,6	-7,4	37,5	39,0	-1,6		
2003 I	-21,8	-20,4	-1,3	66,3	4,3	62,0	29,9	69,7	62,8	6,9		
II	-46,4	-16,1	-30,3	65,3	27,4	37,9	3,7	57,5	52,9	4,6		
III	7,2	2,5	4,7	51,5	34,2	17,3	2,6	55,1	51,7	3,4		
IV	3,7	6,6	-2,8	-26,7	-26,8	0,1	-10,3	46,9	43,6	3,4		
Tasas de crecimiento												
2002 III	1,6	-21,0	5,1	2,8	0,1	6,3	16,6	7,1	7,2	6,2		
IV	0,6	-21,9	3,9	2,0	0,2	4,7	12,1	6,4	6,5	4,9		
2003 I	-0,7	-22,9	2,1	2,8	0,8	5,6	11,8	6,3	6,5	4,2		
II	-2,5	-19,3	-0,7	3,9	1,4	7,0	13,5	6,3	6,5	4,2		
III	-3,8	-24,9	-1,4	4,6	2,5	6,7	9,2	6,3	6,6	3,9		
IV	-2,9	-14,0	-1,7	4,5	2,2	6,9	8,4	6,5	6,6	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 interanuales; 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													
2002 III	15.348,9	7.926,2	7.053,0	867,3	54,7	812,6	3.527,1	1.173,9	2.353,2	3.531,8	283,5	3.248,2	241,7
IV	15.582,2	8.047,5	7.130,3	881,9	60,6	821,3	3.561,0	1.158,0	2.403,0	3.604,6	286,0	3.318,6	241,6
2003 I	15.543,2	8.098,8	7.169,1	874,1	68,4	805,7	3.582,5	1.173,2	2.409,3	3.642,2	276,5	3.365,7	256,4
II	16.091,7	8.196,1	7.236,3	861,3	69,6	791,8	3.627,1	1.196,2	2.430,9	3.707,7	280,7	3.426,9	253,8
III	16.187,2	8.279,1	7.292,9	867,3	70,7	796,5	3.634,3	1.170,4	2.463,8	3.777,5	275,1	3.502,4	275,6
IV	16.460,8	8.359,5	7.393,6	887,6	80,5	807,1	3.632,0	1.145,6	2.486,4	3.839,9	277,5	3.562,4	266,5
Operaciones													
2002 III	107,2	38,5	34,6	-8,4	1,3	-9,6	-1,2	-18,3	17,0	48,1	-4,2	52,2	-7,1
IV	159,9	136,3	95,8	15,0	5,9	9,1	53,5	-9,8	63,4	67,7	3,3	64,4	6,4
2003 I	257,3	86,4	66,3	-0,2	8,0	-8,2	42,0	20,6	21,5	44,5	-7,3	51,9	7,1
II	228,8	108,8	84,0	-10,3	3,2	-13,5	49,5	22,3	27,1	69,6	4,9	64,7	2,6
III	135,3	80,7	59,0	5,9	1,1	4,8	3,7	-23,3	27,0	71,1	-4,8	75,9	22,9
IV	82,4	106,4	118,4	19,7	9,8	9,9	13,9	-19,2	33,1	72,8	4,2	68,7	-1,3
Tasas de crecimiento													
2002 III	4,0	4,1	4,0	-0,9	20,9	-2,1	3,0	-5,0	7,5	6,5	0,6	7,0	-4,5
IV	3,8	4,3	4,0	-2,0	21,3	-3,4	3,5	-4,3	7,8	6,9	1,4	7,4	-3,3
2003 I	4,3	4,7	4,0	-2,1	28,6	-4,0	4,4	-0,9	7,3	6,9	0,4	7,4	-4,1
II	4,7	4,7	4,0	-0,4	34,4	-2,7	4,1	1,2	5,5	6,6	-1,2	7,3	3,6
III	5,1	5,2	4,3	1,2	33,4	-1,0	4,2	0,8	5,9	7,2	-1,4	7,9	16,1
IV	4,5	4,7	4,6	1,7	36,6	-0,9	3,1	0,0	4,5	7,2	-1,1	7,9	12,9

	Valores distintos de acciones emitidos por									Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras							
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Saldos vivos												
2002 III	4.667,3	4.139,5	479,8	3.659,7	527,8	137,7	390,1	2.293,9	195,5	266,1		
IV	4.671,8	4.137,3	480,0	3.657,4	534,5	144,7	389,8	2.383,9	209,9	269,1		
2003 I	4.838,2	4.273,4	529,7	3.743,7	564,9	167,1	397,8	2.114,2	219,4	272,6		
II	4.962,7	4.378,6	563,4	3.815,2	584,0	165,5	418,6	2.451,2	205,7	276,1		
III	4.979,2	4.396,4	557,5	3.838,9	582,8	164,5	418,3	2.474,6	174,3	280,1		
IV	4.907,7	4.319,4	538,7	3.780,7	588,3	163,4	424,9	2.729,2	181,8	282,7		
Operaciones												
2002 III	56,6	46,5	-0,9	47,4	10,2	7,3	2,8	5,6	2,6	3,9		
IV	3,8	-0,1	-8,3	8,2	3,9	6,9	-3,1	2,2	14,4	3,2		
2003 I	157,5	128,9	49,9	78,9	28,6	22,3	6,3	-0,2	9,5	4,2		
II	100,7	84,4	33,9	50,5	16,3	-1,5	17,8	15,8	-0,6	4,2		
III	43,5	44,0	-5,3	49,2	-0,5	-1,0	0,5	4,5	2,4	4,2		
IV	-36,4	-44,2	-18,4	-25,8	7,8	-1,1	8,9	0,8	7,4	4,1		
Tasas de crecimiento												
2002 III	5,2	5,0	7,3	4,7	6,8	-1,7	10,2	1,2	15,8	4,9		
IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,2	0,7	12,3	5,3		
2003 I	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,1	0,4	14,7	5,6		
II	7,0	6,5	15,5	5,3	11,5	26,9	6,2	0,8	13,4	5,9		
III	6,5	6,2	14,6	5,1	9,2	19,4	5,5	1,0	13,2	6,0		
IV	5,7	5,1	12,5	4,2	9,8	12,9	8,6	0,9	8,9	6,2		

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 interanuales; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

Principales activos financieros

	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												
2002 III	3.290,1	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	335,2	69,1	266,1	1.326,9	45,9	1.281,0
IV	3.374,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,9	346,8	70,5	276,4	1.363,4	48,7	1.314,7
2003 I	3.402,0	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	351,6	72,0	279,6	1.423,6	53,8	1.369,8
II	3.534,5	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	355,5	73,5	282,0	1.455,8	50,9	1.404,9
III	3.590,3	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	354,9	72,6	282,2	1.485,3	52,5	1.432,7
IV	3.705,4	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	341,0	72,6	268,4	1.520,9	53,1	1.467,7
Operaciones												
2002 III	50,7	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	0,2	2,4	-2,2	40,9	8,1	32,8
IV	73,4	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	12,1	1,5	10,6	35,4	2,2	33,2
2003 I	86,7	12,6	4,3	7,8	0,1	0,5	7,9	4,1	3,8	55,7	5,9	49,7
II	50,7	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	7,0	4,0	3,0	23,6	-3,1	26,7
III	40,2	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	2,5	1,7	0,8	28,3	1,7	26,6
IV	66,1	9,4	1,5	7,2	0,2	0,5	-10,7	2,6	-13,2	40,4	0,7	39,8
Tasas de crecimiento												
2002 III	7,8	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,6	21,7	1,1	9,7	-13,5	10,8
IV	7,2	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	6,7	16,7	4,6	10,0	4,5	10,2
2003 I	6,8	7,5	37,1	4,8	-10,5	3,3	7,8	20,5	4,9	10,3	14,0	10,2
II	7,8	6,8	28,9	3,9	-1,9	17,4	8,1	18,5	5,6	12,4	36,0	11,6
III	7,6	5,0	11,7	3,6	-5,4	28,2	8,8	16,4	6,8	10,8	14,7	10,6
IV	7,2	3,5	2,9	3,3	12,6	6,0	2,0	17,6	-2,0	10,9	10,7	10,9

Principales activos financieros

Principales pasivos

	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														
2002 III	1.011,4	456,1	555,3	50,0	110,3	3.490,1	56,5	42,1	10,9	125,7	3.297,0	2.790,6	506,4	
IV	1.032,1	467,1	565,0	56,4	109,4	3.521,5	43,5	33,0	11,2	111,4	3.355,4	2.851,0	504,3	
2003 I	979,0	421,9	557,0	60,1	111,9	3.571,4	55,4	42,4	11,4	101,5	3.403,1	2.890,1	513,0	
II	1.071,6	481,7	589,9	64,4	113,9	3.677,8	58,1	44,8	11,6	134,3	3.473,9	2.955,6	518,2	
III	1.101,9	497,4	604,6	60,7	115,3	3.739,6	59,3	44,3	12,1	133,5	3.534,6	3.012,2	522,4	
IV	1.185,0	548,8	636,2	64,4	116,6	3.793,3	49,5	35,6	12,4	153,8	3.577,6	3.051,9	525,7	
Operaciones														
2002 III	4,5	2,4	2,1	-1,6	2,6	48,0	-2,0	-2,5	0,0	0,0	49,9	43,2	6,7	
IV	10,0	-4,3	14,3	6,7	-0,8	21,6	-11,5	-9,1	0,2	0,4	32,5	34,6	-2,1	
2003 I	7,9	-2,6	10,5	2,0	2,6	80,4	13,8	11,2	-0,1	-0,9	67,6	57,6	9,9	
II	15,8	5,1	10,7	4,6	2,0	62,5	2,8	2,6	0,1	4,5	55,1	48,1	7,0	
III	14,3	5,3	9,0	-4,2	1,5	53,6	1,2	-0,5	0,5	0,0	51,9	46,9	5,0	
IV	25,5	10,5	15,0	4,3	1,4	36,2	-9,9	-8,8	0,4	3,9	41,8	36,9	4,9	
Tasas de crecimiento														
2002 III	7,3	5,4	9,0	4,5	21,5	7,2	3,0	6,8	9,0	0,3	7,8	7,5	9,4	
IV	4,8	3,1	6,5	18,2	9,0	5,8	-13,6	-11,5	7,9	0,3	6,5	6,6	5,5	
2003 I	2,9	0,1	5,7	19,5	6,3	5,8	6,6	8,5	4,9	-0,2	6,3	6,6	4,2	
II	3,3	0,1	6,4	23,0	6,0	6,0	5,5	5,2	2,8	1,8	6,3	6,6	4,3	
III	4,7	0,8	8,0	18,2	4,8	6,2	11,2	10,1	6,6	3,2	6,3	6,7	3,9	
IV	6,1	3,9	8,0	12,0	6,9	6,6	18,1	13,8	8,5	6,7	6,4	6,6	5,3	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	341,7	1.122,4	-783,9	2,9	0,4	1.728,9	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	48,5
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,9	0,0	1.911,5	-0,2	394,4	332,2	449,9	485,7	222,0	27,5
1998	415,1	1.203,5	-823,6	35,0	0,2	2.396,0	11,0	422,7	357,3	523,4	844,8	215,4	21,4
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.057,5	1,3	557,7	427,6	881,6	903,3	261,5	24,6
2000	490,7	1.391,2	-913,1	29,3	-16,7	2.796,2	1,3	349,7	260,8	808,7	1.122,7	252,6	0,3
2001	467,6	1.443,7	-973,6	-4,5	1,9	2.577,6	-0,5	577,4	432,2	727,8	630,1	249,2	-38,6
2002	413,0	1.430,5	-1.014,5	-4,3	1,4	2.166,1	0,9	580,4	258,3	516,4	502,9	222,8	84,3

	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
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,9	472,5	383,4	334,9	272,8	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,6	648,4	323,0	482,5	649,4	221,2
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.011,2	929,3	503,8	759,9	555,7	262,6
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.772,0	532,1	414,6	850,0	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.559,8	663,2	490,3	605,6	549,6	251,2
2002	496,6	1.499,6	-1.014,5	11,5	2.082,5	527,0	455,7	460,1	396,1	243,6

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,6	54,1	-13,7	55,1	87,4	119,5	514,5	270,5	7,0	143,6	112,4
1997	150,4	592,0	-453,3	239,8	25,3	-11,8	46,3	97,8	105,2	521,5	285,1	12,1	153,8	109,7
1998	193,8	635,2	-470,6	425,2	45,7	-12,0	96,3	203,4	147,8	569,2	471,2	22,8	252,9	184,5
1999	212,0	684,5	-490,9	604,8	26,9	91,3	169,1	302,2	107,7	548,7	709,2	47,3	423,2	222,1
2000	309,7	750,3	-522,9	825,7	71,8	83,8	193,0	448,6	84,4	560,4	1.051,0	58,8	558,2	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	621,6	101,3	34,8	142,1	250,8	88,2	583,5	752,6	99,7	322,2	319,2
2002	172,9	758,3	-579,3	383,5	20,4	-32,9	45,2	285,5	115,3	634,3	441,1	20,7	199,5	206,4

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
1996	170,0	384,6	-216,8	436,5	146,2	24,8	92,0	189,0	445,2	646,9	161,3	160,0	3.788,1	17,1
1997	168,3	377,5	-211,7	424,4	70,4	-19,8	192,7	215,8	424,2	617,3	168,4	167,0	3.816,2	16,2
1998	180,2	389,7	-216,4	440,6	96,3	-120,4	288,9	210,6	408,1	594,6	212,6	211,2	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	470,4	119,2	-24,0	189,2	247,4	392,9	582,0	268,9	267,4	4.086,5	14,2
2000	198,6	440,9	-241,7	420,4	65,6	35,2	120,2	246,5	396,1	598,3	222,9	221,2	4.276,1	14,0
2001	188,3	453,9	-264,1	405,1	175,1	90,7	61,3	229,3	425,3	653,0	168,2	166,3	4.571,6	14,3
2002	188,5	462,1	-275,5	488,1	218,5	48,2	-3,7	210,7	466,9	706,8	209,7	207,6	4.738,6	14,9

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

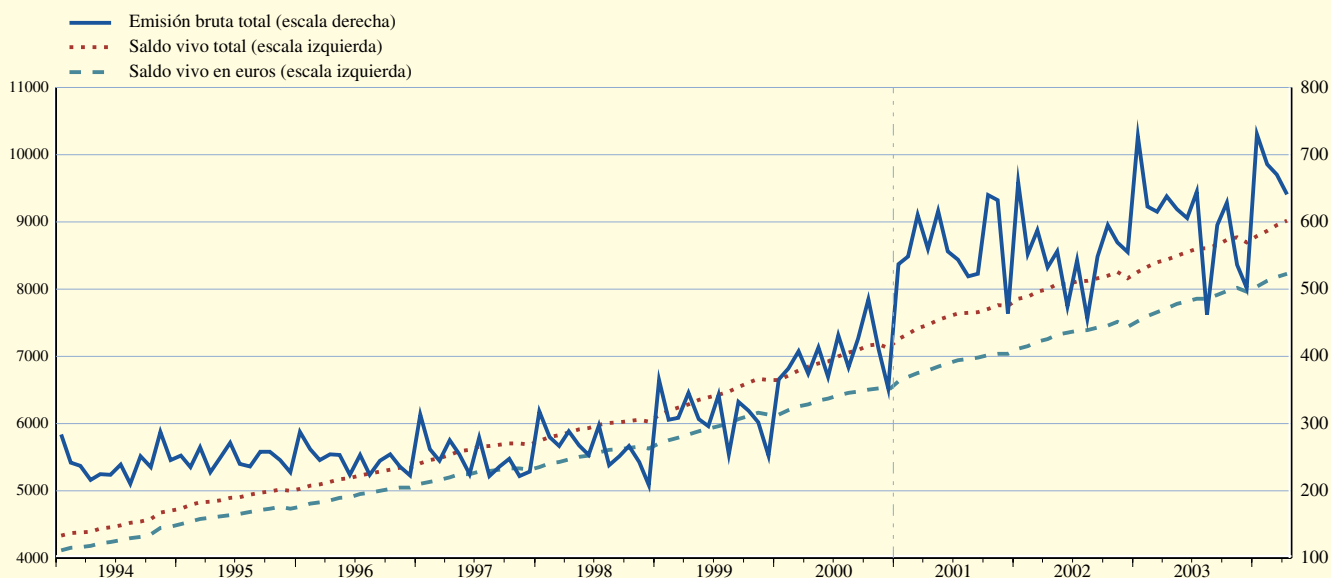
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros				
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total													
2003 Abr	8.806,7	636,6	593,6	43,0	8.438,8	638,1	582,2	56,0	91,4	94,4	94,2	54,0	
May	8.901,4	624,9	529,4	95,5	8.498,2	619,2	536,6	82,5	91,6	93,4	93,6	75,8	
Jun	8.981,9	636,5	556,3	80,2	8.550,2	606,1	566,1	40,0	91,5	93,7	93,9	36,2	
Jul	9.015,3	648,8	615,9	32,9	8.598,6	645,1	601,4	43,8	91,4	93,1	94,3	33,4	
Ago	9.020,8	470,3	465,5	4,8	8.611,9	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8	
Sep	9.111,7	615,7	523,9	91,8	8.657,3	595,0	530,3	64,7	91,4	93,4	94,2	55,7	
Oct	9.169,2	635,5	578,8	56,7	8.731,1	628,9	561,0	67,9	91,3	93,8	94,8	58,1	
Nov	9.236,8	556,0	491,4	64,6	8.769,7	536,6	490,1	46,6	91,5	93,1	92,4	46,7	
Dic	9.200,6	519,4	551,9	-32,5	8.694,2	501,4	555,5	-54,1	91,6	93,7	94,6	-55,5	
2004 Ene	9.273,0	738,4	663,8	74,6	8.786,8	730,6	643,2	87,4	91,5	94,3	94,7	79,2	
Feb	9.348,9	698,5	622,8	75,7	8.863,4	685,6	605,5	80,2	91,6	94,6	94,2	78,0	
Mar	9.462,9	715,3	601,1	114,2	8.955,4	670,2	588,0	82,2	91,3	92,8	95,3	61,4	
Abr	.	.	.	.	9.015,7	640,5	587,0	53,5	91,2	93,7	94,9	42,9
Largo plazo													
2003 Abr	7.940,5	166,0	125,0	41,0	7.543,5	160,3	125,0	35,3	91,5	91,4	92,5	30,9	
May	8.028,4	187,1	99,1	88,0	7.597,5	175,0	100,1	74,9	91,7	92,2	90,5	70,8	
Jun	8.098,9	185,3	115,4	69,9	7.669,6	170,7	110,7	60,0	91,6	91,0	91,7	53,8	
Jul	8.151,7	198,0	145,9	52,1	7.718,7	185,2	140,3	44,9	91,4	88,1	94,9	30,0	
Ago	8.163,9	86,4	75,8	10,7	7.745,2	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4	
Sep	8.241,2	179,9	101,9	78,0	7.797,9	173,4	102,0	71,4	91,4	91,6	90,2	66,9	
Oct	8.296,1	179,1	125,5	53,6	7.850,5	167,6	119,9	47,8	91,4	92,0	94,5	41,0	
Nov	8.347,5	143,5	93,6	49,9	7.887,0	136,7	90,3	46,4	91,5	89,4	88,0	42,7	
Dic	8.341,3	118,2	119,5	-1,3	7.862,5	110,9	113,5	-2,6	91,6	90,3	93,0	-5,4	
2004 Ene	8.400,6	195,8	136,1	59,8	7.911,3	178,2	137,6	40,6	91,6	93,0	90,8	40,8	
Feb	8.486,0	193,6	109,3	84,4	7.994,5	182,8	98,6	84,3	91,7	92,2	87,9	81,9	
Mar	8.553,7	211,9	143,5	68,4	8.066,6	187,6	124,1	63,5	91,4	86,7	93,8	46,3	
Abr	.	.	.	.	8.110,4	147,9	110,2	37,7	91,3	90,1	94,1	29,5

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

(mm de euros)



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

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

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

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

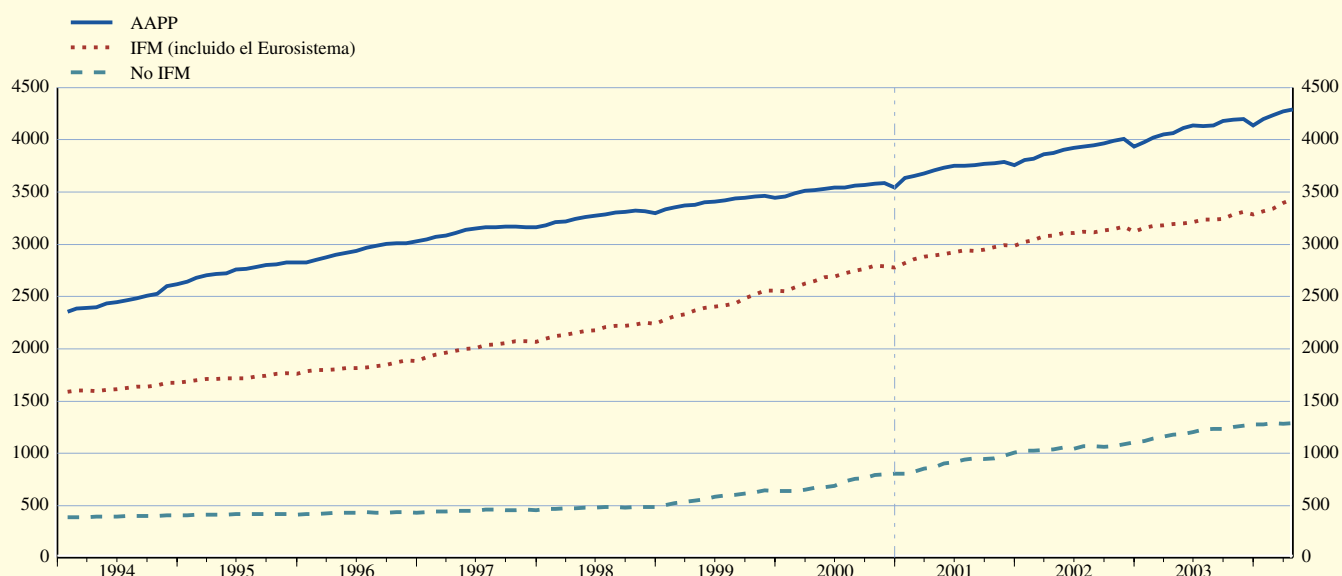
1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Abr	8.438,8	3.195,8	600,1	576,7	3.870,5	195,7	91,4	85,8	84,9	87,8	97,3	95,7
May	8.498,2	3.198,6	602,0	584,3	3.914,7	198,6	91,6	86,0	85,5	88,2	97,4	95,7
Jun	8.550,2	3.209,8	619,5	586,0	3.931,9	203,0	91,5	85,8	85,6	88,2	97,3	95,7
Jul	8.598,6	3.237,7	638,8	588,6	3.929,1	204,4	91,4	85,7	85,5	88,0	97,3	95,5
Ago	8.611,9	3.238,2	643,0	591,9	3.934,6	204,3	91,3	85,6	85,2	87,8	97,2	95,4
Sep	8.657,3	3.244,1	651,3	584,1	3.968,9	209,0	91,4	85,5	86,3	88,1	97,4	95,5
Oct	8.731,1	3.285,6	662,7	589,6	3.980,7	212,6	91,3	85,3	86,6	87,9	97,4	95,5
Nov	8.769,7	3.307,7	670,5	591,1	3.983,3	217,1	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
Dic	8.694,2	3.283,3	684,9	589,8	3.918,1	218,1	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 Ene	8.786,8	3.315,6	686,1	588,9	3.974,4	221,8	91,5	85,4	87,7	88,0	97,6	95,5
Feb	8.863,4	3.343,0	694,7	591,9	4.005,8	227,9	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
Mar	8.955,4	3.398,2	696,0	589,4	4.041,0	230,8	91,3	85,2	87,9	87,7	97,4	95,5
Abr	9.015,7	3.435,4	701,9	588,5	4.057,9	232,0	91,2	85,0	87,9	87,6	97,4	95,4
Largo plazo												
2003 Abr	7.543,5	2.800,3	591,4	471,9	3.487,9	192,0	91,5	86,4	84,7	86,2	97,2	95,8
May	7.597,5	2.807,0	593,5	477,2	3.525,2	194,6	91,7	86,7	85,3	86,6	97,3	95,9
Jun	7.669,6	2.830,0	610,8	484,9	3.544,9	199,0	91,6	86,4	85,4	86,8	97,2	95,9
Jul	7.718,7	2.860,5	630,0	487,3	3.540,9	200,0	91,4	86,1	85,3	86,6	97,2	95,7
Ago	7.745,2	2.876,1	634,3	490,3	3.544,1	200,4	91,2	85,8	85,1	86,4	97,1	95,5
Sep	7.797,9	2.887,3	643,2	486,4	3.575,4	205,5	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
Oct	7.850,5	2.919,8	654,6	489,7	3.577,2	209,2	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,6
Nov	7.887,0	2.934,2	662,2	493,8	3.583,1	213,7	91,5	85,8	86,8	87,0	97,4	95,8
Dic	7.862,5	2.923,1	676,0	497,5	3.551,2	214,6	91,6	86,0	87,7	87,3	97,5	95,5
2004 Ene	7.911,3	2.937,8	677,6	492,6	3.585,6	217,7	91,6	85,9	87,5	86,7	97,5	95,6
Feb	7.994,5	2.973,1	686,6	495,2	3.616,1	223,5	91,7	86,0	87,9	86,7	97,5	95,7
Mar	8.066,6	3.024,1	688,3	489,0	3.638,4	226,8	91,4	85,7	87,7	86,3	97,3	95,7
Abr	8.110,4	3.051,8	693,9	481,7	3.655,6	227,5	91,3	85,4	87,8	86,0	97,3	95,6

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

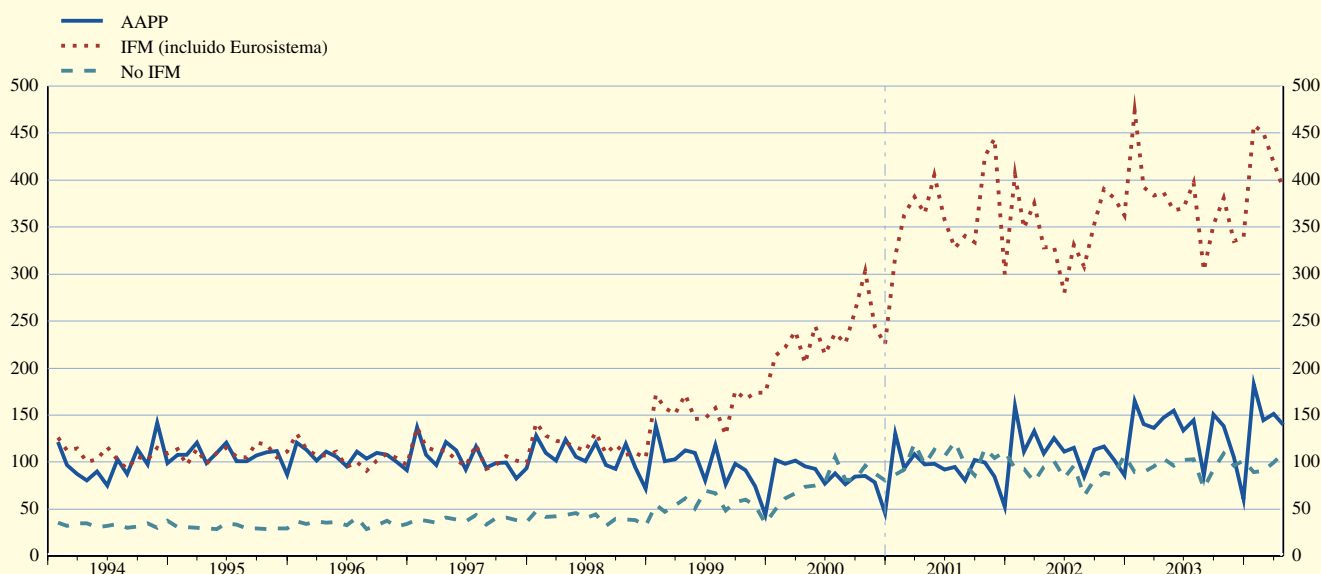
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Abr	638,1	387,1	22,7	81,0	140,9	6,5	94,4	92,9	94,9	96,4	97,5	86,3
May	619,2	367,7	14,8	81,6	149,2	5,9	93,4	92,2	84,4	94,6	96,8	90,5
Jun	606,1	370,2	23,5	79,2	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
Jul	645,1	397,4	26,6	76,7	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
Ago	461,6	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
Sep	595,0	352,0	22,1	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
Oct	628,9	380,9	21,4	87,9	130,7	8,0	93,8	91,6	95,8	96,3	98,1	94,0
Nov	536,6	335,2	20,5	75,7	97,4	7,8	93,1	91,9	85,7	95,9	96,2	98,2
Dic	501,4	338,8	28,3	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 Ene	730,6	458,5	8,5	80,7	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
Feb	685,6	450,0	18,4	72,7	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
Mar	670,2	419,2	10,0	89,5	143,5	8,0	92,8	90,9	88,6	97,2	95,5	94,1
Abr	640,5	390,8	18,9	90,9	134,6	5,3	93,7	91,3	92,5	97,5	98,0	97,2
Largo plazo												
2003 Abr	160,3	61,9	19,9	8,4	65,7	4,5	91,4	82,8	94,2	85,3	100,0	81,9
May	175,0	61,7	11,8	12,4	85,6	3,5	92,2	87,9	80,4	84,0	98,2	91,8
Jun	170,7	68,9	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	99,0	97,5	95,2
Jul	185,2	74,5	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	80,1	97,0	87,5
Ago	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
Sep	173,4	65,0	19,0	3,6	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	96,6	99,0	98,8
Oct	167,6	75,1	17,6	10,7	58,9	5,5	92,0	85,0	96,1	89,4	100,0	94,5
Nov	136,7	62,3	16,8	10,7	40,9	5,8	89,4	86,9	84,1	91,2	93,5	99,6
Dic	110,9	61,8	25,0	9,6	11,4	3,2	90,3	88,3	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 Ene	178,2	72,5	5,0	7,4	86,9	6,3	93,0	87,8	88,7	80,6	98,2	99,4
Feb	182,8	85,9	15,1	5,7	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	87,5	98,2	99,0
Mar	187,6	97,5	7,2	5,0	72,3	5,6	86,7	79,5	86,7	92,7	95,4	95,7
Abr	147,9	65,8	15,0	1,7	62,8	2,5	90,1	81,5	93,4	83,0	98,1	100,0

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

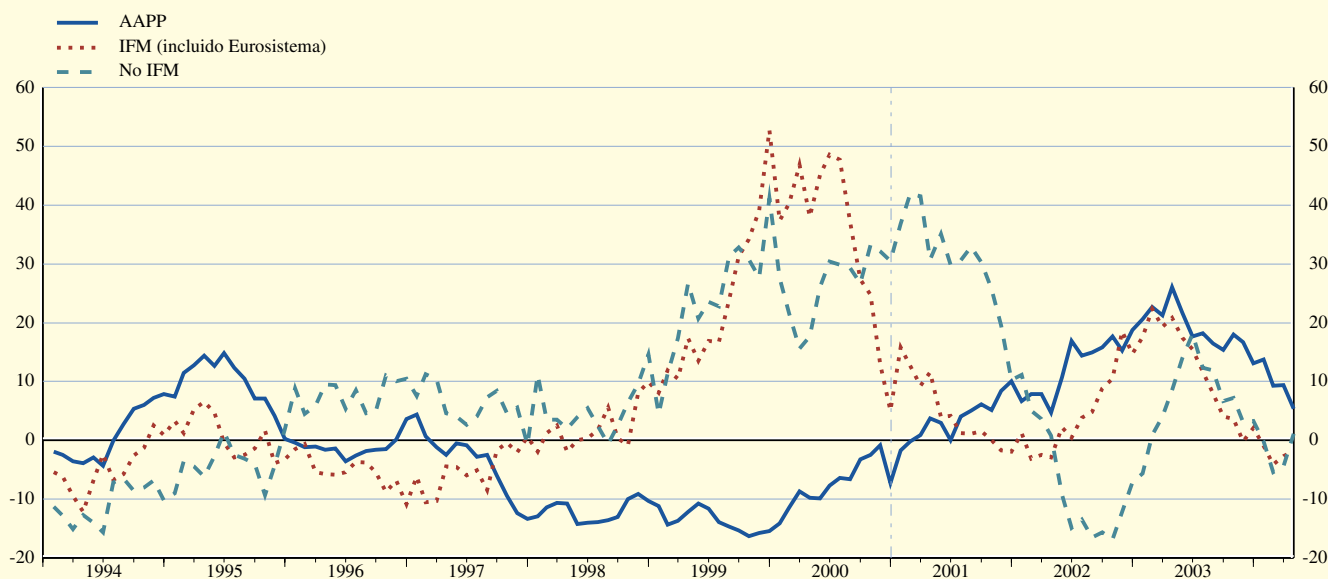
4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Total													
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			Total		IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM	
	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Adminis- tración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
En todas las monedas														
2003 Abr	6,9	110,3	5,1	17,7	27,3	9,0	5,5	4,4	30,6	21,3	129,8	20,9	8,5	20,1
May	6,8	111,4	4,5	17,1	24,6	10,2	5,8	4,9	27,6	18,8	130,9	17,4	14,0	31,0
Jun	6,9	111,9	4,3	18,8	27,3	11,0	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,1	29,0
Jul	7,0	112,5	4,8	18,9	28,4	9,9	5,5	4,7	21,9	14,6	127,9	11,7	12,4	22,9
Ago	6,8	112,4	4,7	19,1	28,1	10,7	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,9	18,6
Sep	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,3	9,3	125,2	4,0	6,7	17,0
Oct	7,2	114,2	5,4	19,2	29,1	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,2	3,6	7,2	14,0
Nov	7,0	114,8	5,3	18,7	27,9	9,8	5,2	4,4	23,0	7,3	128,2	-0,2	3,1	9,9
Dic	7,3	114,1	6,1	17,1	23,6	10,3	5,5	4,7	22,2	6,9	120,7	2,1	3,3	20,8
2004 Ene	7,0	115,2	5,9	15,3	23,2	7,2	5,7	4,9	21,8	5,2	127,5	-1,0	-0,2	16,8
Feb	7,0	116,3	6,1	14,0	21,8	6,1	5,6	4,9	21,0	1,3	126,9	-4,1	-5,4	-8,1
Mar	7,1	117,4	7,3	11,8	19,7	3,8	5,6	4,9	20,6	2,2	129,7	-2,7	-4,5	-15,1
Abr	7,0	118,1	7,7	10,2	17,6	2,5	5,6	5,0	18,7	1,6	132,0	-1,8	1,1	-8,3
En euros														
2003 Abr	6,5	109,8	3,8	20,3	32,7	9,8	5,3	4,4	29,3	23,2	132,4	26,1	7,5	18,4
May	6,5	110,9	3,4	19,9	30,1	11,0	5,6	4,7	26,3	20,4	133,3	20,9	14,0	29,1
Jun	6,5	111,4	3,0	22,2	33,7	12,4	5,5	4,6	27,0	18,1	130,4	18,4	17,6	29,2
Jul	6,7	111,9	3,7	22,0	34,6	11,1	5,2	4,5	20,4	16,7	130,9	15,9	12,2	23,0
Ago	6,5	111,9	3,6	22,4	34,4	11,8	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,2	18,6
Sep	6,6	112,7	3,2	21,7	35,3	9,7	5,5	4,8	21,8	11,4	128,7	8,4	5,9	16,9
Oct	6,9	113,5	4,1	22,7	36,3	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,6	6,8	14,3
Nov	6,8	114,2	4,1	21,9	34,2	10,5	5,1	4,3	22,3	9,3	132,1	3,0	2,3	9,6
Dic	7,0	113,4	4,9	19,4	27,7	11,1	5,5	4,7	21,2	8,8	123,9	5,5	2,9	19,2
2004 Ene	6,9	114,5	4,8	17,1	27,2	7,3	5,7	5,0	21,1	5,9	130,2	-0,6	-0,9	16,5
Feb	6,9	115,7	5,3	16,1	26,2	6,1	5,8	5,1	20,4	1,9	129,6	-3,8	-5,8	-8,6
Mar	6,9	116,5	6,3	13,4	23,7	3,2	5,6	4,9	19,8	2,6	132,1	-2,3	-4,8	-16,2
Abr	6,7	117,1	6,5	11,6	21,2	1,9	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	0,9	-10,7

CI6 Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanuales)



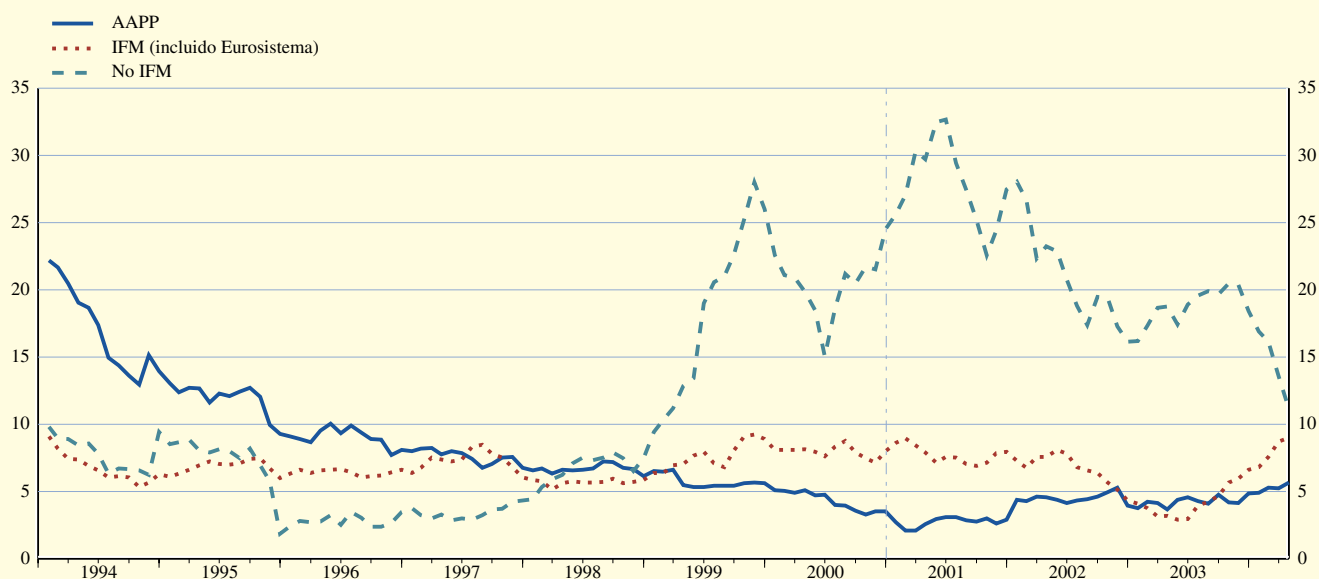
Fuente: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		Índice Dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP			
	Total	Administración Central	Otras AAPP	Total				Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Administración Central		Otras AAPP
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
En todas las monedas													
7,6	26,0	26,1	18,1	5,4	108,4	3,2	18,8	27,4	9,3	3,7	2,5	30,9	2003 Abr
12,8	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,5	9,6	4,4	3,4	27,7	May
17,2	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,2	9,8	4,6	3,5	28,5	Jun
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,6	28,5	9,6	4,3	3,5	22,0	Jul
11,3	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,9	28,2	10,6	4,1	3,2	21,4	Ago
5,9	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,7	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	Sep
6,7	18,0	18,2	-2,9	6,9	112,8	5,6	20,5	29,3	10,4	4,2	3,3	21,9	Oct
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,4	28,1	11,3	4,1	3,2	23,5	Nov
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,6	18,5	23,6	12,1	4,8	3,9	22,8	Dic
-1,5	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,8	16,9	23,3	9,1	4,9	4,0	21,6	2004 Ene
-5,2	9,3	9,2	21,1	7,6	115,2	7,6	16,1	22,2	8,6	5,3	4,4	21,0	Feb
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,1	8,7	13,6	20,2	5,4	5,2	4,4	20,8	Mar
1,9	5,3	5,2	21,7	7,7	116,7	9,0	11,2	18,0	2,6	5,6	4,9	18,6	Abr
En euros													
6,7	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,0	33,0	10,6	3,5	2,4	29,7	2003 Abr
12,9	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,1	10,6	4,1	3,1	26,5	May
16,6	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,3	22,8	33,7	11,4	4,3	3,3	27,3	Jun
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,8	11,1	4,0	3,2	20,5	Jul
10,5	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,8	34,7	12,1	3,8	3,0	19,9	Ago
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,6	10,8	4,6	3,7	21,9	Sep
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,6	36,6	11,6	4,0	3,2	21,2	Oct
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,2	34,6	12,6	4,0	3,1	22,9	Nov
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	21,2	27,8	13,2	4,7	3,9	21,7	Dic
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,0	5,5	19,3	27,3	9,6	4,9	4,1	20,8	2004 Ene
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,7	26,8	9,0	5,4	4,6	20,3	Feb
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,0	7,5	15,6	24,4	4,9	5,3	4,5	20,0	Mar
1,9	5,1	5,0	17,5	7,3	115,5	7,7	12,9	21,7	1,9	5,6	5,0	18,2	Abr

C17 Valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas
(tasas de variación interanuales)



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, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

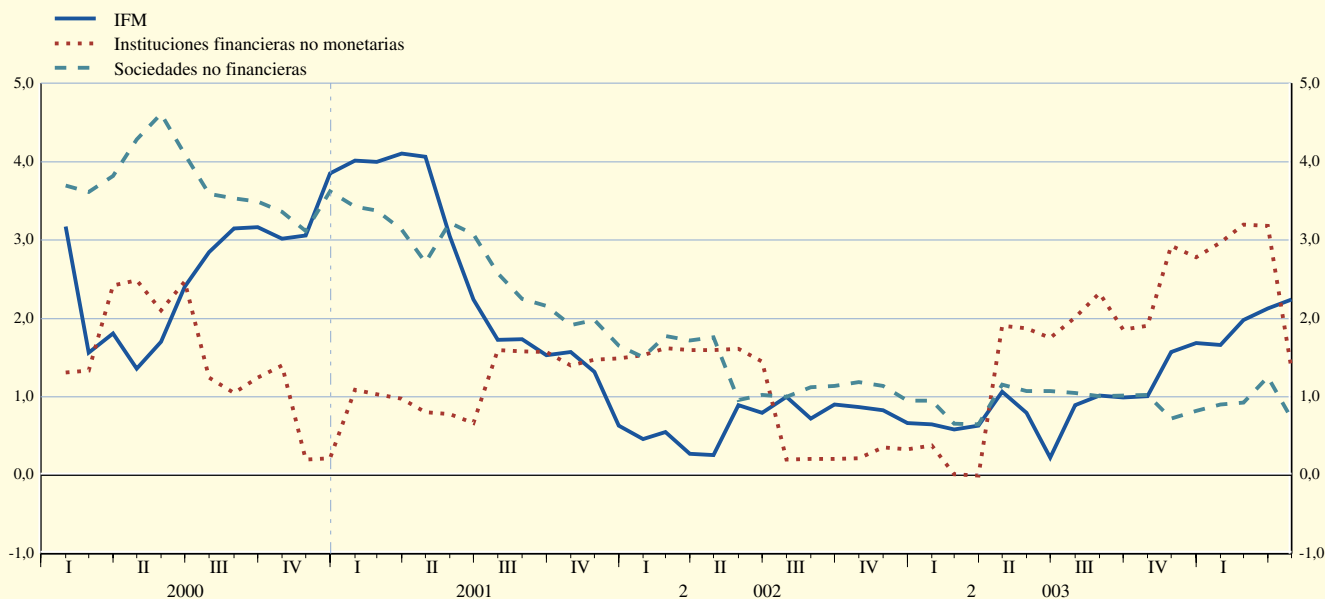
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas crecimiento interanuales (%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total interanuales (%)	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Abr	4.571,1	100,3	1,5	678,1	0,3	517,4	1,6	3.375,5	1,8
May	4.433,2	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.282,1	1,0
Jun	4.119,4	100,5	1,1	614,9	0,8	463,4	1,5	3.041,2	1,0
Jul	3.710,9	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.800,7	1,0
Ago	3.521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2.628,6	1,1
Sep	2.982,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.293,9	1,1
Oct	3.252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.484,5	1,2
Nov	3.436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,4	2.603,3	1,1
Dic	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	1,0
2003 Ene	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,6	261,1	0,4	2.291,4	1,0
Feb	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,7
Mar	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,7
Abr	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,2
May	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
Jun	3.256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
Jul	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
Ago	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
Sep	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
Oct	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
Nov	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	2,9	2.659,5	0,7
Dic	3.647,3	102,0	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,2	0,8
2004 Ene	3.788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,0	0,9
Feb	3.851,9	102,1	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,7	0,9
Mar	3.766,4	102,4	1,6	571,9	2,1	355,0	3,2	2.839,5	1,3
Abr	3.748,3	102,6	1,0	579,4	2,2	361,1	1,4	2.807,9	0,7

C18 Tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

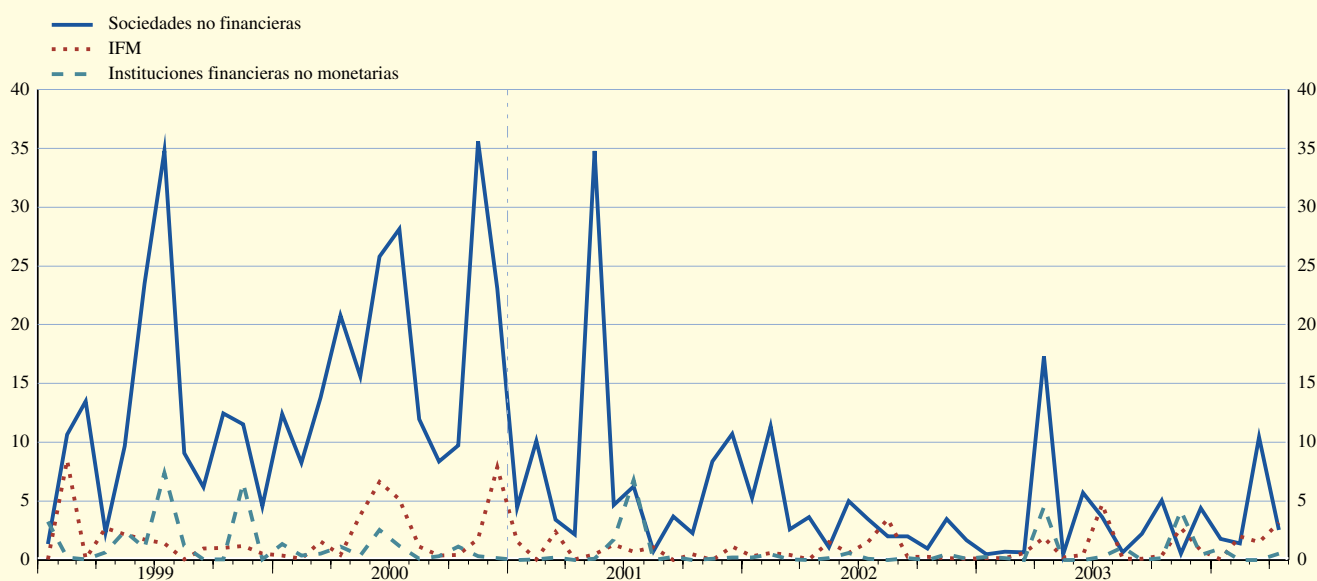
(mm de euros; valores de mercado)

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
2002 Abr	3,7	0,4	3,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,4
May	2,7	0,2	2,5	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,2	0,9
Jun	6,2	0,4	5,7	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,4	4,6
Jul	5,1	1,2	3,8	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,2	3,2
Ago	5,5	5,3	0,2	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
Sep	2,4	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Oct	1,2	0,1	1,1	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,9
Nov	4,1	0,7	3,4	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,3	3,1
Dic	1,9	0,5	1,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,4	1,3
2003 Ene	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Feb	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
Mar	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
Abr	23,7	4,8	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,7	12,6
May	0,7	2,2	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,3
Jun	6,1	5,2	1,0	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
Jul	8,6	1,8	6,8	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
Ago	1,8	1,0	0,8	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	0,9	-0,3
Sep	2,3	1,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,3	1,9
Oct	5,5	3,8	1,7	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	5,0	3,8	1,2
Nov	7,5	5,5	2,0	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dic	5,6	1,4	4,3	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,4	4,4	0,5	3,9
2004 Ene	2,8	0,9	1,9	0,0	0,0	0,0	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	1,1
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	6,2	0,7	5,4	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,5	0,5	2,0

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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
2003 May	0,84	2,23	2,38	2,65	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
Jun	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	0,99	2,10	2,18	3,05	2,14
Jul	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,80	2,03
Ago	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,98
Sep	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
Oct	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,98	2,23	3,89	1,99
Nov	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,70	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,87	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Jan.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,93	1,99	2,07	3,12	1,95
Feb	0,69	1,88	2,16	2,45	2,02	2,63	0,87	1,98	2,21	3,59	1,98
Mar	0,70	1,92	2,15	2,34	2,00	2,59	0,86	1,96	2,11	3,35	1,98
Abr	0,70	1,92	2,14	2,44	2,02	2,57	0,85	1,97	2,00	3,50	1,95

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					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 y hasta 10 años	Más de 10 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	8	9	10	11	12	13
2003 May	9,85	7,63	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
Jun	9,88	7,11	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
Jul	9,75	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,10	4,95	4,98
Ago	9,73	7,70	6,84	8,27	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
Sep	9,74	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
Oct	9,71	7,20	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
Nov	9,64	7,57	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,42	4,15	5,25	5,17
Dic	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,63	4,17	5,02	4,95	4,46	3,85	5,00	5,08
2004 Jan.	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,63	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16
Feb	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,21	4,97	4,84	4,34	4,10	5,07	5,05
Mar	9,71	7,34	6,80	8,28	8,01	3,47	4,12	4,86	4,78	4,29	3,94	5,06	4,97
Abr	9,73	7,30	6,60	8,22	7,81	3,43	4,03	4,78	4,67	4,27	3,86	4,89	4,92

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
2003 May		5,82	4,47	4,86	4,96	3,40	3,57	4,39
Jun		5,68	4,20	4,60	4,89	3,14	3,39	4,18
Jul		5,56	4,16	4,58	4,73	3,08	3,15	4,01
Ago		5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,35	4,36
Sep		5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,29
Oct		5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
Nov		5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,23
Dic		5,57	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 Jan.		5,66	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
Feb		5,62	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
Mar		5,56	3,89	4,79	4,77	2,92	3,25	4,41
Abr		5,52	3,87	4,71	4,64	2,96	3,27	4,45

Fuente: BCE.

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

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

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

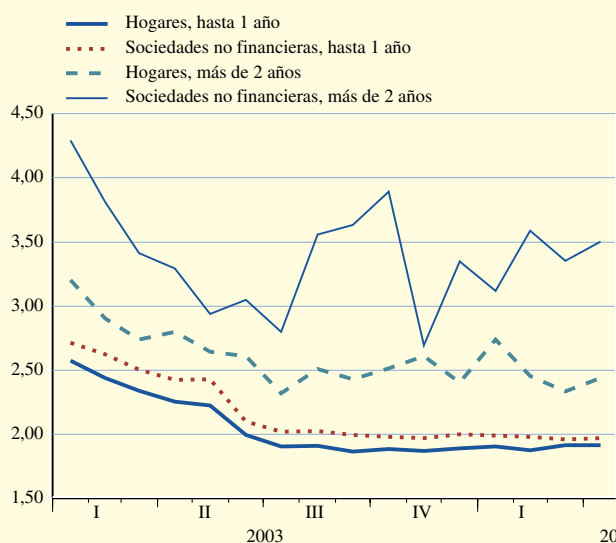
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2003 May	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
Jun	0,76	2,18	3,48	2,23	3,01	0,99	2,26	4,45	2,19
Jul	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
Ago	0,68	2,04	3,43	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
Sep	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
Oct	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,88	2,12	4,33	2,03
Nov	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
Dic	0,69	1,97	3,54	2,01	2,68	0,87	2,14	4,25	1,98
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,93	2,09	4,25	1,95
Feb	0,69	1,94	3,42	2,02	2,63	0,87	2,09	4,20	1,97
Mar	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,07	4,17	1,93
Abr	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,09	4,17	1,92

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
2003 May	5,26	5,23	5,44	8,50	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
Jun	5,22	5,13	5,40	8,40	7,37	6,03	4,72	4,47	4,90
Jul	5,13	5,07	5,31	8,33	7,28	5,96	4,60	4,32	4,80
Ago	5,03	4,99	5,25	8,29	7,23	6,07	4,54	4,21	4,74
Sep	4,96	4,95	5,24	8,31	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
Oct	4,96	4,92	5,20	8,13	7,13	5,85	4,56	4,12	4,71
Nov	4,97	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,52	4,18	4,67
Dic	4,96	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,55	4,23	4,66
2004 Ene	4,90	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,57	4,07	4,56
Feb	4,87	4,90	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
Mar	4,84	4,82	5,04	8,05	7,16	5,89	4,56	3,96	4,61
Abr	4,76	4,75	5,01	8,03	7,07	5,85	4,51	3,91	4,59

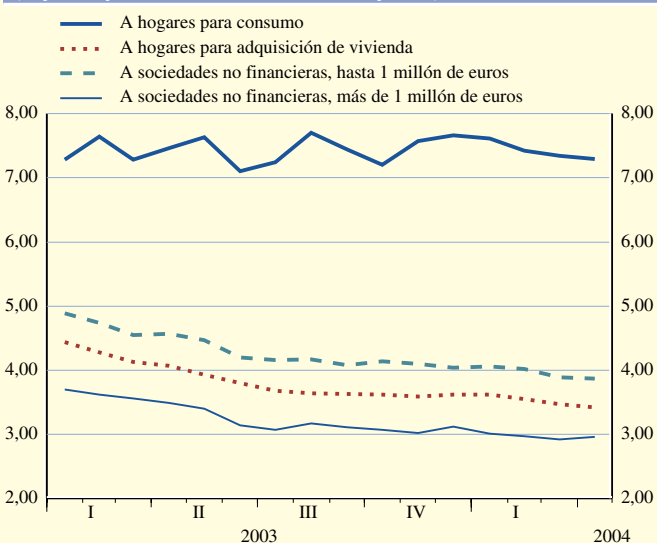
C20 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C21 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



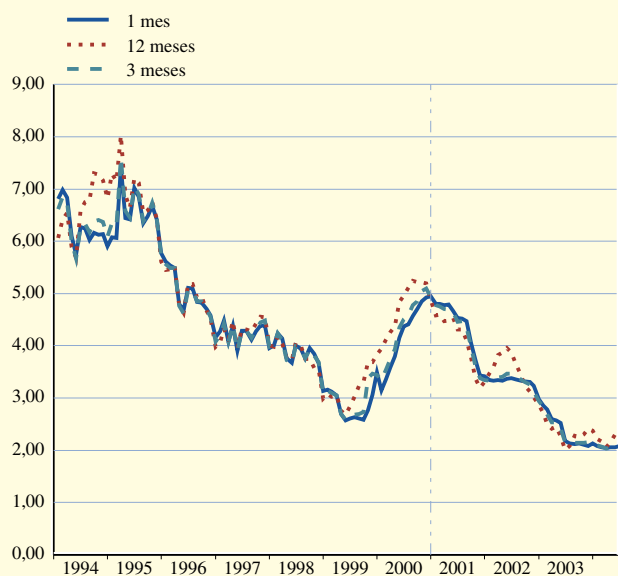
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

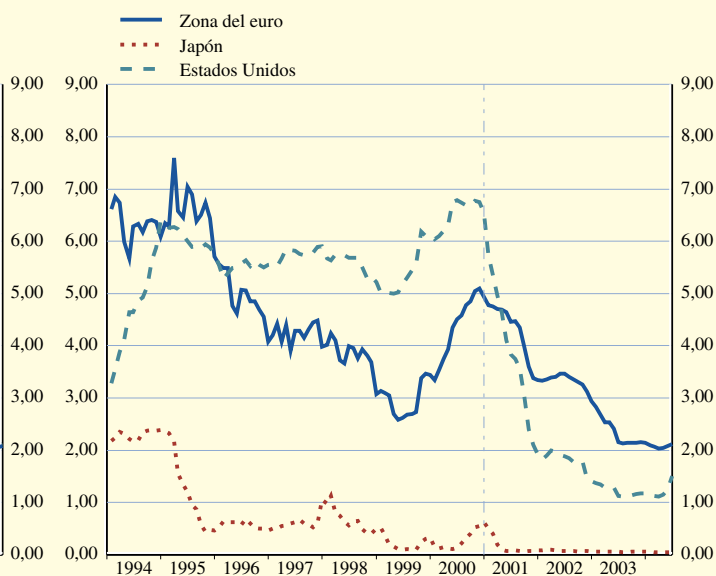
(en porcentaje; medias del período)

	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
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,08	3,78	0,15
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
2003 II	2,44	2,43	2,37	2,29	2,24	1,24	0,06
III	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 I	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
II	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
2003 Jun	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
Jul	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
Ago	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
Sep	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
Oct	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
Nov	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
Dic	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06
2004 Ene	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06
Feb	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
Mar	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
Abr	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
May	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Jun	2,02	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05

C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C23 Tipos a tres meses del mercado monetario (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

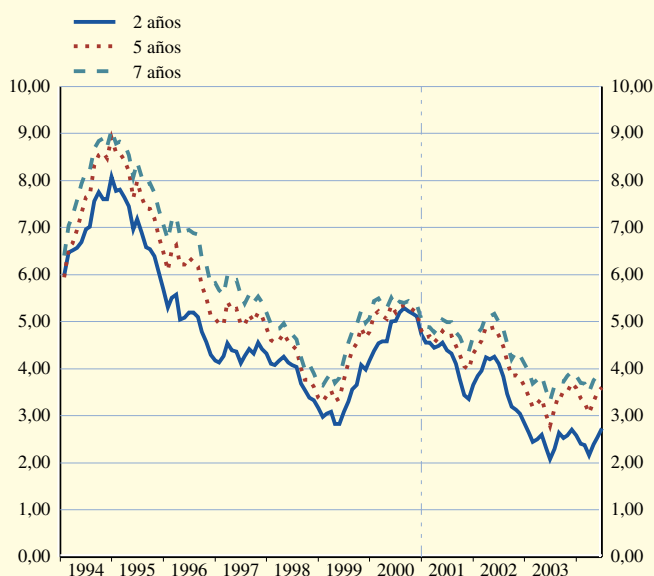
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

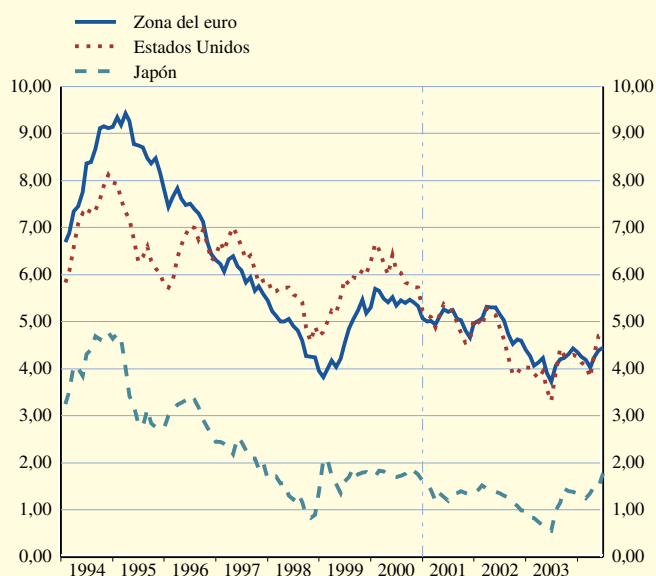
(en porcentaje; medias del período)

	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
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2003 II	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
II	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
2003 Jun	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
Jul	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
Ago	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
Sep	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
Oct	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
Nov	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
Dic	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35
2004 Ene	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33
Feb	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
Mar	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
Abr	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
May	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Jun	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77

C24 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C25 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.

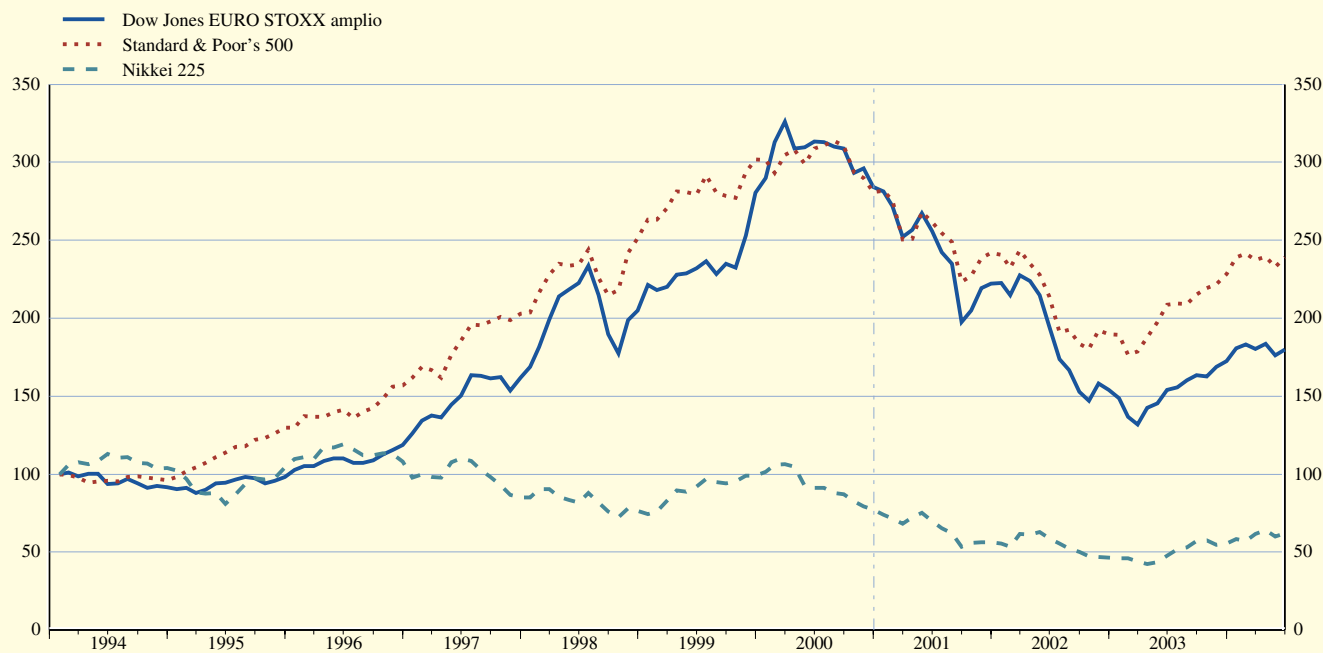
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos											
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	336,3	4.049,2	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.051,9	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.422,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2003 II	204,3	2.339,9	198,2	126,7	204,2	255,1	189,7	199,2	260,3	208,5	329,9	303,7	937,0	8.295,4
III	221,7	2.511,5	225,1	144,5	212,8	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1.000,4	10.063,2
IV	232,9	2.613,7	233,5	155,2	219,0	266,7	221,9	240,2	317,4	219,6	360,5	320,0	1.057,0	10.423,3
2004 I	251,5	2.845,3	244,9	163,8	226,7	279,9	240,3	257,0	352,9	248,6	405,1	366,5	1.132,6	10.995,7
II	249,8	2.794,5	244,7	164,7	229,4	300,8	234,6	256,1	299,3	262,1	388,2	394,9	1.123,5	11.550,0
2003 Jun	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
Jul	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
Ago	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
Sep	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
Oct	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
Nov	233,9	2.618,1	237,5	156,8	222,1	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,1	10.205,4
Dic	239,4	2.700,3	241,5	158,8	216,3	274,6	229,9	247,8	319,8	230,7	374,1	331,1	1.081,2	10.315,9
2004 Ene	250,6	2.839,1	250,3	164,8	222,0	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,6	10.876,4
Feb	253,9	2.874,8	244,7	165,1	229,5	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,8	10.618,6
Mar	250,2	2.825,6	240,0	161,6	228,9	286,2	235,8	253,8	351,0	254,2	398,8	379,0	1.124,0	11.437,8
Abr	254,9	2.860,2	247,6	167,2	231,0	300,0	241,0	262,5	321,0	264,5	401,8	389,3	1.133,4	11.962,8
May	244,4	2.728,0	240,2	161,4	225,8	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,7	11.141,0
Jun	249,8	2.792,2	246,1	165,2	231,2	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,7	11.527,7

C26 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 interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

	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
% del total ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2003 I	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,9	0,1	4,4	0,5
II	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,8	0,5	0,2	-2,9	0,6
III	113,4	2,0	1,7	2,5	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
IV	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 I	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2004 Ene	114,0	1,9	1,3	2,5	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,3
Feb	114,2	1,6	1,0	2,6	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,3
Mar	115,0	1,7	1,1	2,5	0,3	1,2	0,0	0,0	1,3	0,2
Abr	115,5	2,0	1,8	2,5	0,3	0,1	-0,2	0,3	1,1	0,2
May	115,9	2,5	2,4	2,6	0,3	0,3	0,2	0,0	2,5	0,2
Jun ³⁾	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
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
2003 I	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	2,1	3,2	-0,8	3,0	3,7
II	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	2,1	3,0	-0,5	2,9	3,5
III	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
IV	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 I	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
2004 Ene	3,1	3,3	2,9	0,4	0,6	-0,4	2,3	1,9	2,3	-0,8	2,4	4,8
Feb	2,7	3,2	1,9	0,2	0,8	-2,2	2,4	1,9	2,4	-1,0	2,5	4,9
Mar	3,1	4,1	1,7	0,1	0,7	-2,0	2,3	1,9	2,7	-1,3	2,4	4,9
Abr	2,9	3,9	1,6	1,2	1,0	2,0	2,3	1,8	3,0	-1,7	2,2	4,8
May	3,1	3,9	1,7	2,1	0,9	6,7	2,3	1,8	2,9	-1,9	2,5	4,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al Euro 11.

2) En el año 2004. La suma de las ponderaciones de los componentes puede que no coincida con el total debido al redondeo.

3) Estimación basada en los primeros datos publicados por Alemania e Italia (y, si están disponibles, por otros Estados miembros), así como en información preliminar sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

	Precios industriales										Precios de materias primas en los mercados mundiales ¹⁾	Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)		
	Industria, excluida construcción									Construcción ³⁾			Industria manufacturera	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		Total	Total excluida energía		
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5	89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,5	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	16,4	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,0	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2003 II	103,2	1,3	0,9	1,2	0,3	1,0	0,5	1,1	2,7	2,5	0,7	-13,7	-7,9	22,7
III	103,2	1,1	0,5	0,0	0,3	1,2	0,6	1,3	3,0	1,9	0,4	-6,5	-5,8	25,1
IV	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,6	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 I	103,9	0,2	0,8	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	.	0,2	-2,5	9,8	25,0
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	29,3
2004 Ene	103,6	0,2	0,6	0,5	0,3	0,9	0,3	1,0	-1,5	-	0,2	-5,5	5,1	24,2
Feb	103,8	0,0	0,7	0,9	0,3	1,0	0,3	1,1	-3,5	-	0,0	-8,4	7,2	24,1
Mar	104,4	0,4	1,2	1,5	0,2	1,5	0,5	1,6	-2,8	-	0,5	6,8	17,2	26,7
Abr	104,9	1,4	1,5	2,3	0,5	1,4	0,6	1,6	1,3	-	1,7	23,1	19,7	27,6
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,9	21,1	30,9
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	.	.	29,4

3. Costes laborales por hora⁵⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	2,8	3,1	1,8	3,0	3,6	3,3	2,2
2001	103,5	3,5	3,7	2,9	3,4	3,9	3,1	2,6
2002	107,1	3,6	3,5	3,8	3,7	3,7	3,3	2,7
2003	110,1	2,8	2,7	3,1	3,0	3,4	2,7	2,4
2003 I	109,1	3,0	2,9	3,3	3,0	3,9	2,6	2,7
II	109,9	3,2	3,1	3,7	3,8	3,8	3,1	2,4
III	110,5	2,8	2,6	3,0	3,0	3,0	2,8	2,4
IV	111,0	2,2	2,1	2,4	2,2	2,8	2,3	2,2
2004 I	111,7	2,3	2,4	2,2	2,6	2,9	2,4	2,3

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 12 y 13), Thomson Financial Datastream (columna 14), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 5.1.2 y columna 7 del cuadro 5.1.3) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5.1.3).

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

5) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidas agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Intermediación financiera, actividad inmobiliaria de alquiler y servicios empresariales	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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios¹⁾									
2000	100,0	1,4	0,9	0,0	1,8	-0,2	3,9	1,8	
2001	102,6	2,6	2,8	2,6	4,2	0,8	3,4	2,7	
2002	104,8	2,2	-0,4	0,9	3,1	2,0	3,3	2,5	
2003	107,0	2,0	4,2	1,5	3,2	1,7	1,9	2,1	
2002 IV	105,5	1,5	2,8	-0,3	2,9	1,2	3,1	1,7	
2003 I	106,3	1,8	1,3	0,7	3,4	1,5	2,6	2,1	
II	107,0	2,5	6,3	2,6	3,6	2,2	2,5	2,0	
III	107,3	2,2	5,3	2,1	3,2	1,2	1,0	2,9	
IV	107,1	1,6	4,0	0,6	2,7	2,1	1,6	1,3	
Compensación por asalariado									
2000	100,0	2,7	2,2	3,4	2,5	1,8	2,2	2,7	
2001	102,8	2,8	2,3	2,7	3,1	2,6	2,4	3,1	
2002	105,4	2,5	2,5	2,6	2,9	2,6	2,1	2,7	
2003	107,9	2,3	2,2	3,5	3,1	1,8	1,8	2,2	
2002 IV	106,3	2,4	2,5	3,1	2,7	2,5	2,1	1,9	
2003 I	107,1	2,4	1,1	3,5	2,6	2,1	2,1	2,2	
II	107,6	2,5	3,7	3,6	3,8	2,3	2,3	1,8	
III	108,4	2,4	1,6	3,5	3,3	1,3	1,3	3,1	
IV	108,5	2,0	2,5	3,3	2,9	1,5	1,6	1,7	
Productividad del trabajo²⁾									
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9	
2001	100,2	0,2	-0,5	0,1	-1,0	1,8	-1,0	0,4	
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	-0,2	0,6	-1,2	0,2	
2003	100,9	0,3	-1,9	1,9	-0,1	0,0	-0,1	0,1	
2003 I	100,7	0,6	-0,2	2,8	-0,8	0,6	-0,5	0,1	
II	100,6	0,0	-2,5	0,9	0,2	0,1	-0,2	-0,2	
III	101,0	0,2	-3,6	1,4	0,0	0,1	0,3	0,2	
IV	101,2	0,5	-1,4	2,7	0,2	-0,6	0,0	0,4	
2004 I	101,8	1,0	2,3	3,4	0,1	0,0	0,1	0,5	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,9	8,5
2001	102,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,1	2,6	2,2	2,4	2,1	1,9	-0,3	-1,6
2003	106,9	1,7	1,5	2,0	2,2	1,4	-0,5	-1,2
2003 I	106,1	1,7	1,7	2,3	2,1	1,7	0,0	0,1
II	106,6	1,7	1,4	1,9	2,1	1,5	-0,7	-1,8
III	107,2	1,7	1,5	1,9	2,8	1,4	-0,8	-1,5
IV	107,7	1,8	1,5	1,9	1,6	1,1	-0,6	-1,4
2004 I	108,2	1,9	1,4	1,9	1,7	1,4	-0,3	-1,9

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ²⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ¹⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2000	6.576,1	6.519,5	3.762,6	1.306,9	1.420,2	29,7	56,6	2.448,9	2.392,2
2001	6.842,6	6.729,1	3.918,6	1.371,3	1.443,7	-4,5	113,4	2.564,6	2.451,2
2002	7.079,4	6.900,4	4.031,8	1.442,5	1.430,5	-4,3	179,0	2.596,5	2.417,5
2003	7.236,4	7.087,1	4.152,8	1.502,5	1.439,8	-8,0	149,3	2.585,2	2.435,9
2003 I	1.791,6	1.759,8	1.032,0	369,4	358,9	-0,5	31,8	646,2	614,4
II	1.798,4	1.762,7	1.033,7	373,5	358,7	-3,3	35,6	636,5	600,8
III	1.816,0	1.772,6	1.040,2	380,1	359,7	-7,4	43,5	649,6	606,2
IV	1.830,4	1.792,0	1.046,8	379,5	362,5	3,2	38,4	652,9	614,5
2004 I	1.849,9	1.803,4	1.059,3	381,1	364,7	-1,6	46,4	664,9	618,5
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2003	100,0	97,9	57,4	20,8	19,9	-0,1	2,1	-	-
	<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestrales</i>								
2003 I	0,0	0,4	0,4	0,4	4,9	-0,7	-	-1,4	-0,2
II	-0,1	0,1	-0,1	0,6	-0,3	-	-	-0,9	-0,5
III	0,4	0,0	0,1	0,7	0,0	-	-	2,3	1,3
IV	0,4	0,7	0,1	0,4	0,6	-	-	0,1	1,1
2004 I	0,6	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-	-	1,7	0,8
	<i>tasas de variación interanuales</i>								
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,8	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,4	0,5	3,0	-2,8	-	-	1,5	0,3
2003	0,5	1,2	1,0	2,0	-0,8	-	-	0,1	1,9
2003 I	0,7	1,5	1,6	2,0	-1,7	-	-	1,7	3,9
II	0,1	1,0	1,0	1,8	-0,5	-	-	-1,2	1,0
III	0,4	0,9	0,8	1,9	-0,6	-	-	-0,1	1,3
IV	0,7	1,3	0,6	2,1	-0,4	-	-	0,1	1,7
2004 I	1,3	1,0	0,7	1,4	0,2	-	-	3,2	2,7
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanuales del PIB en puntos porcentuales</i>								
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,0	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,3	0,6	-0,6	0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,1	0,6	0,4	-0,2	0,3	-0,7	-	-
2003 I	0,7	1,4	0,9	0,4	-0,3	0,5	-0,7	-	-
II	0,1	1,0	0,6	0,4	-0,1	0,2	-0,8	-	-
III	0,4	0,9	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,5	-	-
IV	0,7	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,5	-	-
2004 I	1,3	1,0	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-

Fuente: Eurostat.

1) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2) 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 7.3.1.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.655,0	1.299,6	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,4	1.350,6	1.729,9	1.359,7	222,1	712,9
2002	6.561,3	149,5	1.425,8	362,7	1.385,9	1.810,2	1.427,2	227,6	745,8
2003	6.733,3	152,4	1.439,9	373,9	1.413,9	1.873,5	1.479,7	234,1	737,2
2003 I	1.664,4	37,5	360,4	92,0	348,3	461,1	365,1	57,7	185,0
II	1.673,4	37,5	356,0	93,0	352,9	466,3	367,9	58,7	183,6
III	1.693,2	38,4	360,5	93,7	355,9	470,9	373,8	59,0	181,8
IV	1.702,3	39,2	362,9	95,2	356,8	475,2	372,9	58,7	186,9
2004 I	1.718,6	38,3	366,9	96,2	358,3	481,7	377,1	58,5	189,8
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestrales</i>									
2003 I	0,0	-1,2	0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,1	-0,4	-0,7
II	-0,1	-2,2	-0,9	0,1	0,3	0,3	0,2	0,8	0,1
III	0,5	-0,3	0,7	-0,1	0,7	0,6	0,3	1,4	-0,2
IV	0,3	1,6	0,5	0,2	-0,3	0,3	0,5	-0,6	0,9
2004 I	0,5	2,4	1,0	-0,5	0,4	0,5	0,1	-0,8	0,5
<i>tasas de variación interanuales</i>									
2000	3,8	-0,3	4,0	2,5	5,2	4,3	2,5	7,1	1,8
2001	1,9	-1,2	0,5	-0,6	3,3	2,8	1,7	4,6	0,2
2002	1,0	0,8	0,3	-1,0	0,9	1,2	2,1	0,0	-0,6
2003	0,6	-3,4	0,0	-0,5	0,6	1,1	1,1	1,9	0,3
2003 I	0,8	-2,4	1,0	-1,7	0,7	1,1	1,4	1,6	0,3
II	0,2	-4,5	-1,0	-0,1	0,5	0,8	0,9	2,4	0,8
III	0,5	-4,7	-0,6	-0,2	0,9	1,3	1,0	2,6	0,0
IV	0,8	-2,1	0,7	-0,1	0,5	1,3	1,1	1,1	0,1
2004 I	1,2	1,5	1,3	-0,2	1,1	1,6	1,1	0,7	1,3
<i>contribuciones a las tasas de variación interanuales del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2003 I	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	-	-
II	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
III	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
IV	0,8	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 I	1,2	0,0	0,3	0,0	0,3	0,4	0,2	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción							Construcción	Industria manufacturera	
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,2	1,7	6,1	0,8	1,9	2,5	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,6	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,8	0,3
2002	-0,5	100,0	-0,5	-0,7	0,1	-1,5	-0,5	-5,7	0,5	1,0	0,6	-0,7
2003	0,2	100,3	0,4	0,0	0,4	0,0	-0,7	-4,1	-0,1	3,0	-0,1	0,1
2003 I	0,6	100,2	0,9	0,5	1,1	1,0	-1,2	-5,7	-0,3	4,6	-2,2	0,6
II	-0,5	99,6	-0,8	-1,3	-0,7	-1,8	-1,7	-6,1	-0,8	2,1	0,7	-1,2
III	-0,3	100,3	-0,1	-0,6	-0,6	-1,1	0,0	-3,3	0,6	2,3	0,3	-0,4
IV	1,0	101,2	1,4	1,4	1,7	2,0	-0,1	-1,3	0,1	2,7	0,6	1,5
2004 I	1,2	101,3	1,2	1,2	1,3	0,7	1,0	0,9	1,0	2,2	1,1	1,2
2003 Nov	0,5	101,1	0,7	1,0	0,9	1,8	-0,6	-2,8	-0,2	2,6	-0,9	1,0
Dic	1,9	101,4	2,2	2,2	2,8	2,9	1,1	0,6	1,1	1,9	3,3	2,5
2004 Ene	1,1	101,0	0,7	0,7	1,1	0,1	0,3	0,8	0,2	1,6	3,2	0,6
Feb	1,6	101,4	0,9	1,5	2,3	0,0	0,6	0,4	0,7	0,3	5,9	1,4
Mar	0,9	101,6	1,9	1,2	0,4	1,8	2,0	1,5	2,0	4,8	-4,3	1,4
Abr	.	101,8	1,6	1,6	2,0	2,1	0,6	2,0	0,4	2,4	.	1,7
<i>tasas de variación intermensuales (d.)</i>												
2003 Nov	0,0	-	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	-0,6	0,4	-3,4	0,1	0,2
Dic	0,4	-	0,3	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	0,6	2,5	0,2
2004 Ene	-0,1	-	-0,4	-0,4	-0,5	-1,2	0,0	0,8	-0,1	1,5	-0,2	-0,7
Feb	0,3	-	0,3	0,5	0,5	0,0	0,1	-0,5	0,2	2,3	0,9	0,4
Mar	-0,4	-	0,3	-0,1	-0,9	0,8	0,3	0,0	0,3	0,1	-5,7	0,1
Abr	.	-	0,2	0,4	1,2	0,6	-0,2	0,6	-0,3	-1,4	.	0,4

4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d.)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d.) miles ³⁾	Total
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
						Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,0	100,0	2,1	1,7	2,1	0,9	4,1	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,7	1,7	1,7	1,6	0,8	-0,1	968	-0,8
2002	106,0	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4
2003	107,6	1,5	101,9	0,2	1,3	-0,7	-3,1	-0,3	912	-1,4
2003 I	107,8	2,7	102,2	0,9	2,5	0,2	-1,8	-0,1	899	-2,6
II	107,4	1,6	102,0	0,8	1,5	-0,4	-2,0	0,0	899	-1,8
III	107,6	0,9	101,9	-0,4	1,2	-1,8	-4,9	-0,9	927	1,4
IV	107,8	0,9	101,6	-0,4	-0,1	-0,7	-3,6	0,0	924	-2,4
2004 I	108,4	0,6	102,4	0,2	0,1	-0,3	-2,2	1,8	910	0,9
2003 Dic	107,5	0,7	101,3	-0,1	0,3	-0,3	-3,8	0,5	915	-7,4
2004 Ene	108,9	1,3	103,3	0,4	0,8	-0,1	-1,6	2,2	903	1,1
Feb	107,9	-0,2	102,0	-0,6	-1,1	-0,9	-1,5	1,3	917	2,5
Mar	108,3	0,7	101,9	0,6	0,5	0,1	-3,4	1,8	911	-0,6
Abr	109,0	1,4	103,2	0,7	0,7	0,4	0,2	1,0	927	4,6
May	.	.	.	.	.	.	.	.	923	4,1

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 9 y 10 del cuadro 5.2.4 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

2) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período 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) ³⁾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
2000	114,2	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 II	91,3	-12	-28	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
III	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
IV	97,8	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,8	-7	-21	10	11	80,6	-14	-4	-13	30	-9
II	100,0	-5	-16	8	10	.	-15	-3	-15	32	-8
2004 Ene	98,5	-6	-20	9	10	80,7	-15	-5	-14	31	-9
Feb	98,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
Mar	98,8	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-13	30	-9
Abr	100,1	-5	-16	9	11	80,5	-14	-3	-14	31	-7
May	100,1	-5	-18	7	10	-	-16	-4	-16	33	-9
Jun	99,8	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8

	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
2000	-5	-13	3	-2	-1	17	11	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-27	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	11
2003 II	-21	-27	-14	-12	-14	18	-5	-2	-12	0	6
III	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
IV	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 I	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	6	6	20
II	-16	-23	-8	-8	-10	15	3	11	5	11	17
2004 Ene	-19	-27	-10	-8	-12	16	3	10	5	8	18
Feb	-20	-32	-8	-9	-11	14	-1	11	7	6	21
Mar	-18	-26	-10	-8	-12	14	1	11	5	5	22
Abr	-17	-24	-9	-6	-7	15	4	11	6	11	16
May	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
Jun	-15	-24	-5	-10	-14	16	1	10	4	11	16

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios, del 20%, 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 (por debajo) de la media.
- 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 interanuales, 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	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,426	2,2	2,5	0,7	-1,4	0,6	1,9	3,0	6,0	1,6
2001	133,240	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,5	3,8	1,4
2002	133,958	0,5	0,7	-0,2	-1,9	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,136	0,1	0,1	0,3	-1,5	-1,9	-0,3	0,6	1,2	0,9
2003 I	133,918	0,1	0,1	0,1	-2,3	-1,8	-0,6	-0,2	1,6	1,3
II	134,062	0,2	0,1	0,5	-1,8	-1,9	0,2	0,4	1,1	1,2
III	134,089	0,1	0,1	0,3	-1,3	-1,9	-0,2	0,9	1,0	0,8
IV	134,192	0,2	0,2	0,2	-0,6	-2,0	-0,4	1,1	1,0	0,6
2004 I	134,245	0,1	0,3	-0,9	-0,7	-2,1	0,0	0,7	1,2	0,6
<i>tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2003 I	0,035	0,0	0,0	-0,1	-0,7	-0,4	-0,1	0,2	0,1	0,3
II	0,144	0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
III	0,027	0,0	0,0	0,3	0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,3	-0,1
IV	0,103	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,6	-0,3	0,2	0,6	0,2
2004 I	0,053	0,0	0,2	-0,7	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,4	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por edad 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		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,605	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,124	10,5
2001	11,072	8,0	8,541	7,0	2,531	15,7	5,317	6,8	5,755	9,7
2002	11,733	8,4	9,128	7,4	2,606	16,3	5,788	7,3	5,945	9,9
2003	12,474	8,9	9,768	7,8	2,706	17,1	6,239	7,8	6,235	10,2
2003 I	12,403	8,8	9,666	7,7	2,737	17,1	6,220	7,8	6,183	10,1
II	12,541	8,9	9,800	7,8	2,741	17,2	6,305	7,9	6,236	10,2
III	12,541	8,9	9,824	7,8	2,717	17,1	6,309	7,9	6,232	10,2
IV	12,558	8,9	9,857	7,8	2,702	17,2	6,326	7,9	6,233	10,1
2004 I	12,604	8,9	9,876	7,8	2,728	17,3	6,351	7,9	6,252	10,2
2003 Dic	12,548	8,9	9,849	7,8	2,699	17,1	6,317	7,9	6,230	10,1
2004 Ene	12,567	8,9	9,851	7,8	2,716	17,2	6,330	7,9	6,237	10,1
Feb	12,596	8,9	9,869	7,8	2,727	17,3	6,345	7,9	6,251	10,2
Mar	12,648	8,9	9,907	7,9	2,741	17,4	6,379	8,0	6,269	10,2
Abr	12,700	9,0	9,947	7,9	2,753	17,4	6,407	8,0	6,294	10,2
May	12,704	9,0	9,955	7,9	2,749	17,4	6,406	8,0	6,298	10,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 5.3.1) y Eurostat (cuadro 5.3.2).

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

2) En el año 2003.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ³⁾
	Total	Impuest. directos			Impuest. indirectos		Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Emplea-dores		Ventas	Impuest. sobre el capital					
		Hogares	Empresas	Hogares	Empresas	Asalariados											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
1995	47,2	46,7	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,4	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,6			
1996	48,0	47,5	12,0	9,3	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3			
1997	48,2	47,6	12,2	9,3	2,6	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,4	0,6	0,4	43,7			
1998	47,6	47,2	12,5	9,8	2,3	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,4			
1999	48,1	47,7	12,8	9,9	2,5	14,4	0,6	16,4	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,9			
2000	47,8	47,4	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,4	0,3	43,7			
2001	47,1	46,7	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,4	0,3	42,8			
2002	46,5	46,1	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,4	0,3	42,3			
2003	46,6	45,8	11,8	9,3	2,2	13,8	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,8	0,5	42,4			

2. Zona del euro²⁾ - empleos

	Empleos corrientes									Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ⁴⁾	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagados por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	52,3	47,8	11,2	4,8	5,7	26,2	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,6
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,7	23,4	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,3	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,8
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,8	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,9	22,7	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,8	10,5	4,7	4,0	25,6	22,3	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2001	48,8	44,7	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	2,0	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,9	10,6	4,9	3,7	25,7	22,8	1,9	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1
2003	49,4	45,3	10,7	4,9	3,5	26,2	23,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,5	0,1	45,9

3. Zona del euro²⁾ - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁵⁾							
	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
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	-0,1	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,3	11,0	4,7	5,1	1,9	2,4	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	2,4	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	2,4	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	19,9	10,5	4,7	5,2	1,8	2,3	8,1	11,8
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	2,2	8,2	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,4	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,5	-0,1	0,0	0,8	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁶⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-2,0	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,3	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,5	-2,8	-1,4	-0,4	-1,5	1,1	-2,6	6,3	0,0	0,2	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,4	0,0	-3,2	-0,2	-2,3	2,7	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,3	-3,9	-3,2	0,3	-4,1	0,2	-2,4	-0,1	-3,2	-1,3	-2,8	2,3

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,2% del PIB). Las operaciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - 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 ³⁾				Otros acreedores ⁴⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,7	55,9	29,9	9,8	16,3	14,1
1995	74,3	2,8	17,9	9,9	43,8	58,3	32,6	8,9	16,8	16,1
1996	75,5	2,9	17,4	9,9	45,4	58,6	32,5	10,4	15,7	17,0
1997	74,9	2,8	16,4	8,9	46,9	56,3	30,9	12,0	13,4	18,6
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,4	52,8	28,4	13,0	11,3	20,5
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,2	48,1	26,8	9,9	11,4	24,1
2000	69,7	2,7	13,1	6,2	47,7	43,9	23,0	9,4	11,6	25,8
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	47,9	42,1	22,1	8,4	11,6	27,3
2002	69,2	2,7	11,8	6,7	47,9	39,0	20,5	7,0	11,4	30,2
2003	70,6	2,1	11,9	7,4	49,2	38,7	20,8	7,5	10,5	31,9

2. Zona del euro²⁾ - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁵⁾				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 ⁶⁾	Monedas no nacionales	Otras monedas
1994	70,0	58,0	5,4	6,1	0,5	12,0	58,0	7,4	17,4	26,8	25,9	68,2	3,0	1,9
1995	74,3	61,8	5,7	6,0	0,8	12,6	61,7	5,7	18,5	26,5	29,3	72,6	2,9	1,7
1996	75,5	63,0	6,1	5,9	0,5	11,9	63,6	5,4	20,1	25,5	29,9	73,8	2,7	1,8
1997	74,9	62,4	6,3	5,6	0,6	11,1	63,8	4,7	19,6	25,4	29,9	73,1	2,8	1,9
1998	73,2	61,2	6,3	5,4	0,4	9,4	63,9	4,9	17,4	26,1	29,7	71,7	3,2	1,5
1999	72,1	60,3	6,2	5,3	0,3	9,3	62,8	3,3	15,6	26,9	29,6	70,4	-	1,7
2000	69,7	58,2	6,1	5,1	0,3	8,4	61,3	2,8	15,5	27,6	26,6	68,0	-	1,7
2001	69,4	58,0	6,2	4,9	0,3	8,8	60,6	1,5	16,0	26,3	27,1	67,9	-	1,5
2002	69,2	57,7	6,4	4,8	0,3	9,1	60,1	1,7	16,8	25,2	27,3	67,8	-	1,4
2003	70,6	58,2	6,7	5,2	0,6	9,2	61,4	1,5	15,5	26,3	28,7	69,6	-	1,0

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	106,2	61,2	57,2	38,4	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	106,9	57,5	56,8	36,1	110,6	5,5	52,9	67,1	55,6	43,9
2002	105,8	60,8	104,7	54,6	58,6	32,3	108,0	5,7	52,6	66,6	58,1	42,6
2003	100,5	64,2	103,0	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.
- 3) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 6) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ³⁾	Efectos de valoración ⁴⁾	Otras variaciones en volumen ⁵⁾	Efecto agregación ⁶⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreeedores residentes ⁷⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁸⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	7,8	5,1	0,4	2,4	-0,2	0,1	2,6	0,0	5,1	5,1	4,2	-0,4	2,6
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,3	1,0	1,8	1,5
1997	2,3	2,2	0,5	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	3,2	0,0	-0,4	2,1	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,0	-1,0	1,5	2,7
1999	1,7	1,4	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,5	-2,7	-0,6	-2,6	4,4
2000	0,9	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,6	-0,1	2,9
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,4	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,6	-1,7	-0,8	-1,0	3,8
2003	3,1	2,9	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,4	0,7	0,7	0,6	2,4

2. Zona del euro²⁾ - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁹⁾	Ajuste entre déficit y deuda ¹⁰⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹²⁾
				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
1995	7,8	-5,1	2,7	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,5
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,8	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,0	0,3
2000	0,9	0,2	1,1	0,6	0,8	0,1	0,2	-0,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,5
2001	1,8	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,1	-2,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,1	-2,7	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,4

Fuente: BCE.

- Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.
- 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.
- Excluye derivados financieros.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

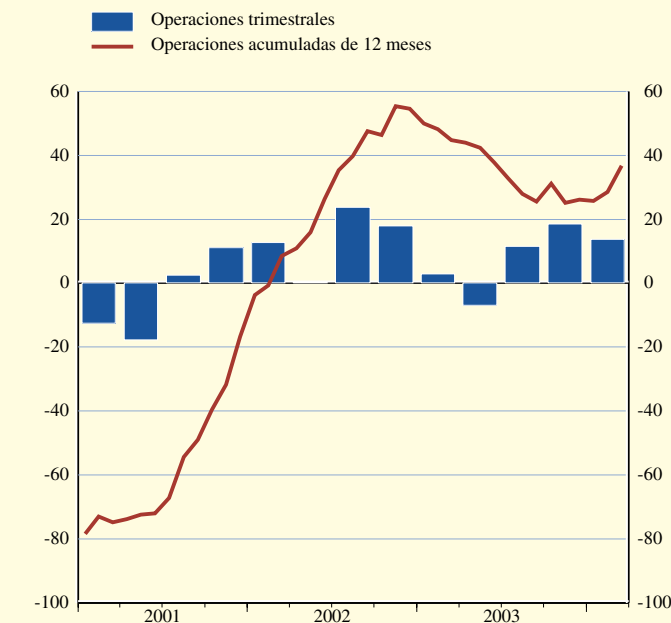
(mm de euros; operaciones netas)

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
2001	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	26,1	107,7	17,3	-43,2	-55,8	13,3	39,3	-43,4	-9,9	25,3	-13,7	-75,0	29,8	4,1
2003 I	2,9	16,8	1,9	-12,0	-3,8	1,4	4,3	-14,3	13,0	4,2	-3,1	-40,3	11,9	10,0
II	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
III	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
IV	18,5	29,9	6,0	-4,7	-12,6	7,2	25,8	3,5	-6,4	18,2	-4,7	-17,2	13,6	-29,2
2004 I	13,6	28,2	-0,4	-7,4	-6,6	3,2	16,9	-24,9	-28,7	1,8	1,3	-8,9	9,7	8,0
2003 Abr	-7,4	6,6	1,4	-8,7	-6,7	0,1	-7,3	17,5	-11,6	27,6	-2,8	3,0	1,2	-10,1
May	-1,6	7,4	1,8	-5,0	-5,8	0,3	-1,4	-23,0	0,6	9,4	1,7	-35,1	0,4	24,4
Jun	2,1	10,1	2,5	-3,3	-7,2	1,6	3,7	-26,4	13,6	25,0	-0,2	-65,6	0,8	22,8
Jul	2,8	15,5	2,6	-8,8	-6,4	0,8	3,6	0,3	-4,0	-33,7	-2,4	38,6	1,8	-4,0
Ago	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
Sep	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
Oct	8,1	13,1	2,3	-3,8	-3,5	1,1	9,3	7,8	-10,0	38,5	1,7	-23,1	0,7	-17,1
Nov	3,9	8,5	1,3	0,6	-6,4	1,1	5,0	6,2	4,6	4,6	0,5	-9,0	5,5	-11,2
Dic	6,5	8,3	2,4	-1,5	-2,8	5,0	11,5	-10,5	-0,9	-24,9	-6,9	14,9	7,3	-1,0
2004 Ene	-4,4	4,2	-0,6	-9,4	1,3	0,4	-4,1	-25,6	-11,9	-14,9	0,6	3,8	-3,2	29,6
Feb	5,6	9,4	0,1	0,7	-4,6	2,1	7,7	24,3	7,3	20,4	-0,2	-12,2	9,0	-32,0
Mar	12,5	14,5	0,0	1,3	-3,3	0,7	13,2	-23,6	-24,1	-3,7	0,9	-0,6	3,9	10,4
Abr	0,4	10,9	0,3	-6,7	-4,1	0,7	1,0	-8,4	-3,3	-3,0	0,7	-0,2	-2,7	7,4
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2004 Abr	44,5	123,4	13,8	-36,6	-56,0	15,7	60,2	-79,9	-43,3	-7,7	-5,8	-46,8	23,7	19,7

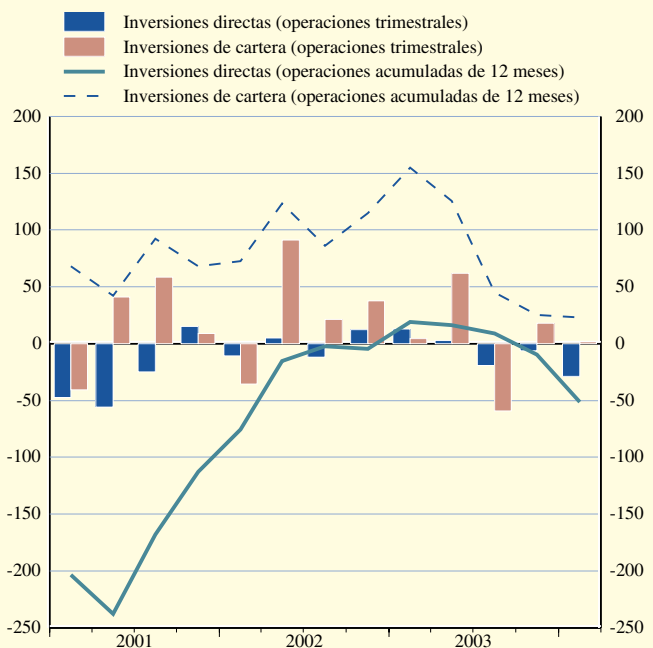
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

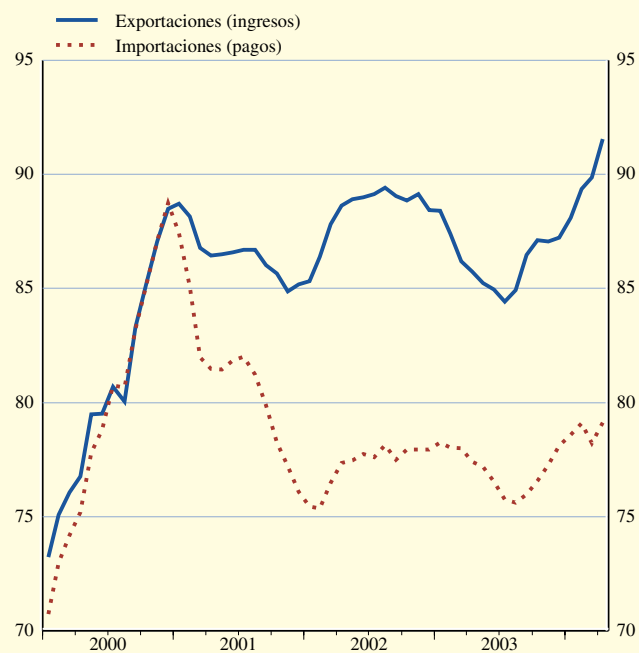
2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 I	417,2	413,1	4,1	258,5	234,0	83,8	77,7	54,0	67,9	20,9	33,4
II	409,6	408,7	0,9	254,8	229,6	79,7	76,6	56,4	68,0	18,7	34,5
III	414,7	408,1	6,6	259,4	228,0	80,4	77,6	56,2	65,7	18,7	36,9
IV	419,2	404,8	14,4	261,7	234,3	82,9	77,4	53,8	61,5	20,8	31,5
2004 I	427,4	413,2	14,2	269,6	234,7	80,7	77,3	56,9	65,9	20,2	35,3
2003 Abr	139,9	139,1	0,8	86,9	77,6	27,1	25,7	20,1	24,4	5,8	11,4
May	136,2	134,9	1,3	85,4	76,6	26,3	25,5	18,4	21,5	6,1	11,4
Jun	133,5	134,6	-1,1	82,5	75,4	26,2	25,4	17,9	22,1	6,9	11,7
Jul	137,0	135,7	1,3	85,3	75,3	26,7	25,6	18,6	22,5	6,4	12,3
Ago	139,4	136,6	2,8	86,9	76,2	26,6	26,0	19,6	22,2	6,3	12,3
Sep	138,3	135,8	2,5	87,1	76,5	27,2	26,0	18,0	21,0	6,0	12,3
Oct	138,6	131,4	7,2	87,3	77,0	27,7	25,6	17,3	20,8	6,3	8,0
Nov	139,5	136,3	3,2	86,8	78,3	27,9	26,6	18,3	19,2	6,5	12,2
Dic	141,1	137,0	4,0	87,6	79,0	27,3	25,2	18,2	21,5	8,0	11,4
2004 Ene	142,2	138,5	3,7	89,9	78,5	27,2	25,3	18,1	22,4	7,0	12,3
Feb	143,4	138,2	5,2	90,6	79,8	27,6	26,4	19,0	20,2	6,2	11,8
Mar	141,8	136,5	5,3	89,1	76,4	25,9	25,5	19,8	23,3	7,0	11,2
Abr	148,6	139,7	9,0	95,0	81,1	27,0	26,8	20,8	22,9	5,9	8,8

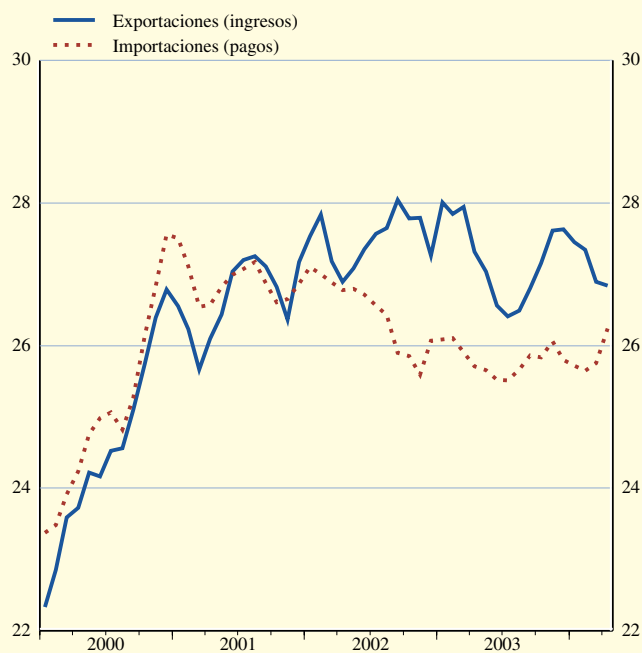
C29 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C30 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

3. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Tranferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	1.710,2	1.726,9	-16,7	1.033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1.714,5	1.660,1	54,5	1.063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1.662,4	1.636,3	26,1	1.034,6	926,9	326,7	309,4	220,7	263,9	80,3	136,1	23,2	10,0
2003 I	412,3	409,3	2,9	253,3	236,4	75,7	73,7	51,4	63,5	31,9	35,7	5,4	4,0
II	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
III	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
IV	429,9	411,4	18,5	269,8	239,9	85,1	79,1	56,1	60,8	19,0	31,6	9,2	2,0
2004 I	424,8	411,1	13,6	266,2	238,1	72,9	73,4	54,4	61,8	31,2	37,9	5,2	2,0
2003 Abr	136,5	143,9	-7,4	85,6	79,0	26,2	24,8	20,2	29,0	4,6	11,2	0,5	0,4
May	133,7	135,3	-1,6	84,0	76,6	25,9	24,1	19,0	24,0	4,8	10,6	1,4	1,1
Jun	137,4	135,3	2,1	84,9	74,8	27,3	24,9	20,1	23,3	5,1	12,3	2,6	1,0
Jul	147,3	144,5	2,8	91,5	76,1	31,0	28,5	19,2	28,0	5,5	11,9	1,3	0,5
Ago	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
Sep	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
Oct	147,1	138,9	8,1	96,6	83,5	29,0	26,7	16,9	20,7	4,4	7,9	1,6	0,5
Nov	134,3	130,4	3,9	86,3	77,8	26,4	25,1	16,0	15,4	5,7	12,0	1,7	0,6
Dic	148,5	142,0	6,5	86,8	78,5	29,7	27,3	23,1	24,6	8,9	11,6	5,9	0,9
2004 Ene	139,9	144,4	-4,4	81,8	77,6	23,7	24,2	16,8	26,3	17,6	16,2	0,8	0,5
Feb	132,4	126,8	5,6	85,1	75,7	23,5	23,5	17,0	16,2	6,8	11,4	2,6	0,4
Mar	152,5	140,0	12,5	99,3	84,8	25,7	25,7	20,6	19,3	6,9	10,2	1,8	1,1
Abr	145,2	144,8	0,4	93,6	82,7	26,1	25,8	20,9	27,7	4,6	8,7	1,1	0,4

4. Cuenta de rentas

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas					
					Ingresos	Pagos	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones	
	1	2	3	4			5	6	7	8	9	10	11	12
2001	275,9	314,4	14,7	5,9	261,2	308,5	59,2	60,3	48,8	50,2	10,3	10,1
2002	236,1	280,3	14,7	6,0	221,5	274,3	52,5	57,9	44,4	50,7	8,1	7,2
2003	220,7	263,9	14,7	5,6	206,0	258,3	51,1	54,0	41,5	45,3	9,6	8,7
2002 IV	61,8	68,1	3,9	1,6	58,0	66,5	16,3	17,4	13,8	14,6	2,5	2,8
2003 I	51,4	63,5	3,6	1,2	47,8	62,2	8,9	10,9	7,2	8,9	1,8	2,1
II	59,3	76,3	3,6	1,4	55,6	74,9	14,3	16,5	11,4	14,2	2,9	2,4
III	53,9	63,4	3,7	1,5	50,2	61,9	12,6	13,4	10,5	11,9	2,1	1,5
IV	56,1	60,8	3,8	1,4	52,3	59,4	15,3	13,1	12,5	10,3	2,8	2,8
Rentas de la inversión												
Inversiones de cartera										Otras inversiones		
Total		Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones				Ingresos	Pagos	
Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos			
13	14	15	16	17	18	19	20					
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3				
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1				
2003	85,4	125,8	20,9	49,7	64,5	76,1	69,5	78,6				
2002 IV	21,2	26,3	4,5	9,2	16,7	17,1	20,5	22,7				
2003 I	19,0	31,4	3,6	8,4	15,4	23,0	19,9	19,9				
II	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7				
III	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8				
IV	21,4	26,0	4,7	9,7	16,7	16,3	15,6	20,2				

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones directas

	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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-115,5	-92,2	3,4	-95,6	-23,3	-0,1	-23,2	105,7	105,1	2,7	102,3	0,6	0,0	0,6
2003 I	-29,4	-18,0	-2,1	-15,9	-11,4	-0,1	-11,2	42,3	29,4	0,9	28,5	13,0	-0,1	13,1
II	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
III	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
IV	-24,2	-17,4	1,6	-19,0	-6,8	0,2	-7,0	17,8	29,7	0,4	29,3	-11,9	0,5	-12,4
2004 I	-22,8	-18,1	-6,5	-11,6	-4,7	-0,2	-4,6	-5,9	6,9	-1,0	8,0	-12,8	0,0	-12,8
2003 Abr	-17,1	-8,3	-1,4	-6,9	-8,8	0,0	-8,8	5,5	7,9	0,2	7,7	-2,4	0,0	-2,4
May	-15,1	-15,7	-0,8	-14,9	0,6	0,0	0,6	15,8	15,4	0,2	15,2	0,3	-0,1	0,4
Jun	2,4	1,6	7,2	-5,6	0,8	0,0	0,9	11,2	6,9	1,5	5,4	4,3	0,1	4,3
Jul	-9,4	-8,5	-0,9	-7,7	-0,9	-0,1	-0,8	5,4	4,3	-0,8	5,2	1,0	-0,6	1,6
Ago	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
Sep	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
Oct	-10,6	-6,6	1,8	-8,4	-4,0	0,0	-4,1	0,5	5,9	0,1	5,8	-5,4	0,3	-5,7
Nov	1,8	3,9	-1,3	5,2	-2,2	0,1	-2,2	2,8	5,0	0,4	4,6	-2,1	0,1	-2,2
Dic	-15,4	-14,7	1,1	-15,8	-0,6	0,1	-0,7	14,4	18,8	-0,1	18,9	-4,4	0,1	-4,5
2004 Ene	-8,4	-3,8	-0,8	-3,0	-4,6	0,0	-4,6	-3,5	6,3	0,1	6,2	-9,8	0,0	-9,9
Feb	-5,6	-3,7	-1,1	-2,6	-1,9	0,0	-1,8	12,9	2,8	0,2	2,6	10,1	0,0	10,1
Mar	-8,9	-10,6	-4,6	-6,0	1,7	-0,1	1,8	-15,3	-2,2	-1,3	-0,9	-13,0	0,0	-13,0
Abr	-8,1	-3,5	-0,4	-3,2	-4,5	0,1	-4,6	4,7	1,5	0,2	1,4	3,2	0,0	3,1

6. Inversiones de cartera por instrumento

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-280,5	305,8	-65,6	105,5	-214,9	-172,0	-42,8	200,3	195,3	5,0
2003 I	-48,9	53,1	11,2	2,2	-60,0	-50,9	-9,1	50,8	40,4	10,4
II	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
III	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
IV	-61,0	79,2	-24,2	47,7	-36,8	-24,7	-12,1	31,6	38,1	-6,6
2004 I	-88,0	89,8	-29,8	23,4	-58,2	-42,3	-15,8	66,4	42,7	23,7
2003 Abr	-23,2	50,8	-10,7	13,9	-12,5	-15,6	3,1	36,9	21,8	15,1
May	-36,7	46,1	-7,9	-6,2	-28,9	-19,6	-9,3	52,3	49,8	2,5
Jun	-47,4	72,4	-14,7	22,8	-32,7	-24,1	-8,6	49,6	53,0	-3,5
Jul	-27,1	-6,7	-8,6	10,9	-18,5	-22,0	3,5	-17,5	-13,3	-4,3
Ago	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
Sep	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
Oct	-30,8	69,3	-13,5	22,4	-17,3	-11,3	-6,0	46,9	29,1	17,8
Nov	-20,6	25,1	-3,3	11,8	-17,2	-15,1	-2,1	13,3	14,0	-0,6
Dic	-9,7	-15,2	-7,4	13,4	-2,3	1,8	-4,1	-28,7	-5,0	-23,7
2004 Ene	-49,1	34,2	-14,5	0,4	-34,6	-17,2	-17,4	33,8	21,4	12,3
Feb	-13,2	33,6	-5,7	19,6	-7,6	-1,8	-5,8	14,0	14,7	-0,7
Mar	-25,7	22,0	-9,6	3,3	-16,0	-23,4	7,3	18,6	6,6	12,1
Abr	-28,7	25,7	-2,5	-12,8	-26,2	-7,9	-18,3	38,6	27,5	11,1

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Eurosistema		No IFM			Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores	Eurosistema		No IFM			Eurosistema		No IFM		
	IFM excluido Eurosistema	Total				AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores	Total	AAPP	Otros sectores		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	18,6	-0,1	18,7
2002	-0,4	-7,6	-32,4	-4,4	-28,0	-0,6	-15,0	-74,1	-0,9	-73,2	2,0	-32,8	-15,0	-1,1	-14,0
2003	-0,3	-12,7	-52,6	-2,6	-50,0	-2,2	-45,5	-124,3	-0,2	-124,1	0,2	-42,4	-0,6	0,6	-1,2
2003 I	-0,1	-3,7	14,9	-0,6	15,6	-0,3	-4,4	-46,2	0,2	-46,5	-0,8	-26,9	18,6	-1,6	20,2
II	-0,2	0,7	-33,8	-0,8	-33,0	-0,2	-25,6	-33,5	0,0	-33,5	1,0	-1,6	-14,3	1,0	-15,3
III	-0,1	-6,2	-13,1	-0,8	-12,3	-1,4	-8,5	-27,3	-0,3	-27,0	0,1	-1,0	-5,9	-0,1	-5,8
IV	0,0	-3,6	-20,6	-0,4	-20,2	-0,3	-7,0	-17,3	-0,1	-17,2	-0,2	-13,0	1,0	1,3	-0,3
2004 I	0,0	-2,6	-27,2	.	.	-0,4	-22,1	-19,8	.	.	-0,1	-13,8	-1,9	.	.
2003 Abr	-0,1	0,6	-11,2	-	-	-0,1	-8,1	-7,4	-	-	0,5	3,2	-0,7	-	-
May	0,0	0,2	-8,1	-	-	-0,2	-2,7	-16,7	-	-	0,9	-6,4	-3,8	-	-
Jun	0,0	-0,1	-14,5	-	-	0,1	-14,9	-9,3	-	-	-0,4	1,6	-9,8	-	-
Jul	0,0	-2,0	-6,5	-	-	-0,1	-1,7	-20,2	-	-	0,2	-3,3	6,6	-	-
Ago	0,0	-1,0	-4,2	-	-	-0,6	-2,3	-3,5	-	-	0,1	4,0	-7,0	-	-
Sep	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,5	-3,6	-	-	-0,1	-1,7	-5,6	-	-
Oct	0,0	-4,7	-8,8	-	-	-0,4	-1,5	-9,4	-	-	-0,1	-4,0	-2,0	-	-
Nov	0,0	1,4	-4,7	-	-	0,0	-8,5	-6,6	-	-	-0,1	-2,6	0,6	-	-
Dic	0,0	-0,3	-7,1	-	-	0,1	3,0	-1,3	-	-	0,0	-6,4	2,4	-	-
2004 Ene	0,0	-1,4	-13,1	-	-	0,0	-11,4	-5,8	-	-	0,1	-16,7	-0,8	-	-
Feb	0,1	-3,1	-2,6	-	-	0,0	0,4	-2,2	-	-	-0,2	-6,3	0,8	-	-
Mar	0,0	1,8	-11,4	-	-	-0,4	-11,1	-11,9	-	-	0,0	9,3	-1,9	-	-
Abr	0,0	-1,1	-1,4	-	-	0,2	-3,0	-5,1	-	-	0,0	-15,6	-2,7	-	-

8. 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	
2001	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	28,8
2003	-240,7	165,7	-0,8	11,9	-1,3	-3,6	-152,9	133,7	-57,7	69,4	-95,2	64,2	-85,6	23,8
2003 I	-123,1	82,9	-0,6	2,0	-1,8	-8,3	-65,7	60,1	-14,9	10,5	-50,8	49,7	-55,1	29,0
II	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-1,1
III	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-16,0
IV	-77,4	60,2	-0,7	-0,8	2,7	-4,6	-71,6	53,7	-18,7	30,7	-52,9	23,0	-7,8	11,8
2004 I	-170,6	161,7	-0,4	-2,4	0,2	-6,9	-156,7	158,4	-18,1	-1,4	-138,6	159,8	-13,7	12,6
2003 Abr	-56,6	59,6	0,0	0,8	0,8	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-24,6	4,0
May	-46,1	11,0	0,7	1,9	-3,7	1,3	-35,1	3,7	-1,7	2,4	-33,4	1,3	-7,9	4,1
Jun	-29,5	-36,0	-0,5	2,1	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,4	-29,1	-36,3	5,4	-9,1
Jul	41,3	-2,7	0,1	2,6	-2,5	2,1	42,4	2,6	-4,6	8,3	47,0	-5,7	1,3	-9,9
Ago	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-1,6
Sep	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-4,4
Oct	-53,1	29,9	-0,2	0,7	1,1	-2,0	-40,5	25,4	-8,2	7,7	-32,3	17,7	-13,4	5,9
Nov	-36,4	27,4	0,4	-2,7	1,0	1,5	-34,8	27,4	-5,6	7,5	-29,1	20,0	-3,0	1,2
Dic	12,1	2,8	-0,9	1,2	0,6	-4,0	3,7	0,9	-4,9	15,6	8,6	-14,7	8,7	4,8
2004 Ene	-64,6	68,5	-0,2	1,4	-1,4	-4,6	-61,8	75,4	-3,3	-2,2	-58,5	77,6	-1,2	-3,8
Feb	-26,5	14,4	-0,1	-4,3	1,8	-0,8	-25,4	18,0	-8,0	-0,2	-17,4	18,3	-2,8	1,4
Mar	-79,5	78,9	-0,1	0,5	-0,3	-1,6	-69,4	65,0	-6,8	1,1	-62,6	63,9	-9,7	15,0
Abr	-55,1	55,0	0,6	0,6	-1,0	-0,5	-52,5	55,3	-8,3	-2,1	-44,2	57,4	-2,2	-0,4

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

9. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema						AAPP								
	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos			Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	-0,4	-8,0	-8,4	-1,0	-0,2	-1,2
2003	-0,8	11,9	11,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-3,9	-4,3	-0,9	0,3	-0,6
2002 IV	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,8	-0,4	0,1	-0,1	-0,1
2003 I	-0,6	2,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,2	-9,5	-0,5	-0,1	-0,6
II	0,2	4,9	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	3,6	1,9	-0,3	0,3	0,0
III	0,3	5,8	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,8	4,7	-0,2	0,5	0,4
IV	-0,7	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	-4,1	-1,4	0,1	-0,4	-0,4

	IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores								
	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos			Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
2001	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9	-3,5	1,3	-2,2	-30,2	18,7	-11,5	-8,9	5,2	-3,8
2002	-162,2	30,6	-131,6	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-58,4	25,9	-32,4	-1,5	5,9	4,4
2003	-150,8	136,4	-14,4	-2,1	-2,7	-4,8	-5,5	8,2	2,7	-64,2	14,4	-49,9	-15,9	1,2	-14,7
2002 IV	-94,3	9,9	-84,5	5,0	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-19,2	15,9	-3,4	-0,4	1,6	1,2
2003 I	-63,8	59,7	-4,1	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-47,9	22,7	-25,2	-5,8	1,2	-4,7
II	-103,9	28,5	-75,3	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,2	-1,4	-18,5	-7,2	-25,7	-7,5	6,4	-1,2
III	87,9	-5,7	82,1	-0,2	-1,3	-1,6	-1,3	0,9	-0,3	4,7	-11,5	-6,8	0,9	-5,4	-4,5
IV	-71,0	53,9	-17,1	-0,6	-0,2	-0,8	-1,7	2,3	0,6	-2,6	10,4	7,8	-3,5	-0,9	-4,4

10. 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 particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
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	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	21,1	8,8	0,1	0,0
2002 IV	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 I	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
II	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
III	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,3	0,0	0,0
IV	13,6	0,6	0,0	1,8	11,1	-1,0	-1,9	0,0	11,5	2,6	0,0	0,0

Fuente: BCE.

7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

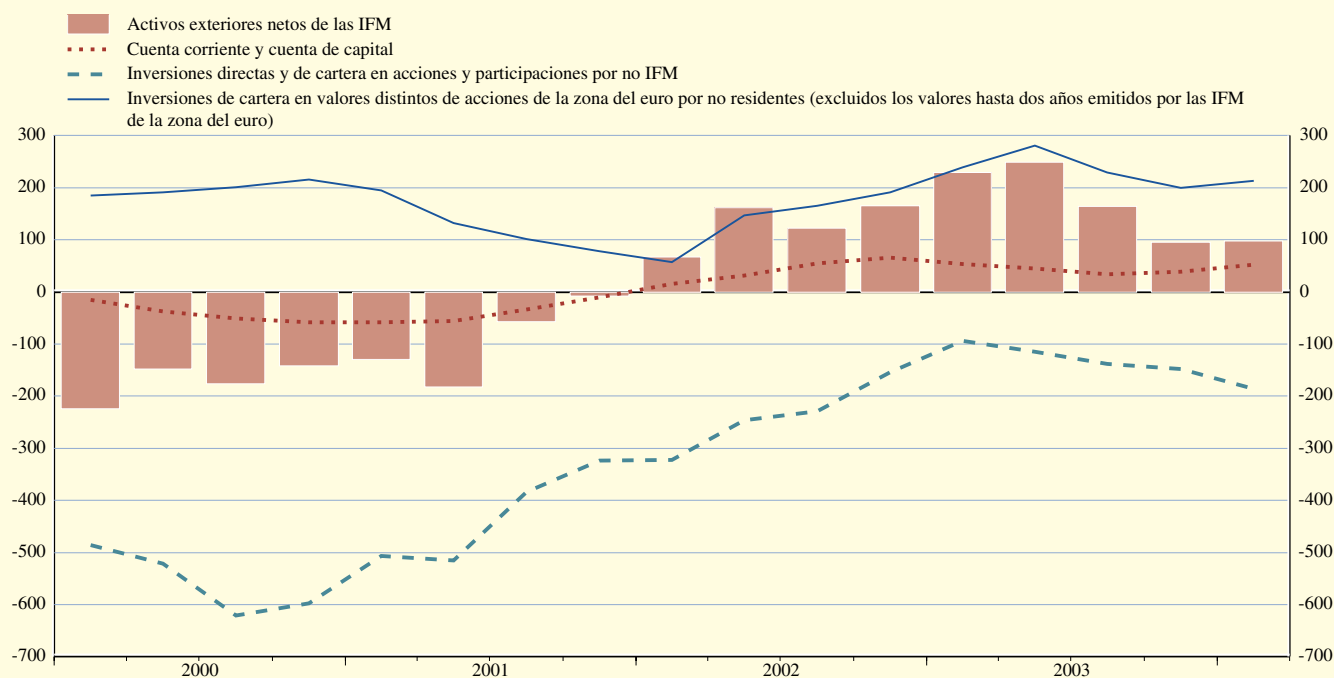
(mm de euros; operaciones)

Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3

	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	Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y participaciones ¹⁾						
				1			2	3				
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,4	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-7,3
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	191,1	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,7	166,0
2003	39,3	-118,8	105,7	-177,5	110,4	199,3	-87,0	20,2	-13,7	4,1	82,0	95,3
2003 I	4,3	-27,2	42,4	-12,7	5,3	46,0	-56,8	20,7	-3,1	10,0	28,9	32,0
II	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	34,2	140,4	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,9	97,4
III	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,2	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,9	-50,4
IV	25,8	-25,9	17,3	-36,9	43,8	18,9	-5,1	7,3	-4,7	-29,2	11,1	16,3
2004 I	16,9	-16,2	-5,9	-48,9	7,1	59,7	-13,6	5,7	1,3	8,0	14,0	35,0
2003 Abr	-7,3	-15,7	5,5	-19,3	21,0	39,2	-23,9	6,8	-2,8	-10,1	-6,7	-2,5
May	-1,4	-14,4	15,8	-28,6	2,8	48,1	-11,6	5,4	1,7	24,4	42,2	41,9
Jun	3,7	-4,8	11,1	-33,6	10,4	53,1	6,3	-9,3	-0,2	22,8	59,4	58,1
Jul	3,6	-8,5	5,9	-20,1	9,9	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,1	-37,9
Ago	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,4	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-35,7	-31,6
Sep	5,9	-18,1	8,3	-11,5	18,5	20,1	-0,8	-1,7	0,4	1,0	21,9	19,1
Oct	9,3	-12,4	0,3	-20,2	17,6	39,3	-12,3	3,8	1,7	-17,1	10,0	9,9
Nov	5,0	3,0	2,7	-10,7	11,3	11,5	-2,0	2,7	0,5	-11,2	12,8	18,1
Dic	11,5	-16,5	14,3	-6,0	14,8	-32,0	9,3	0,8	-6,9	-1,0	-11,7	-11,8
2004 Ene	-4,1	-7,6	-3,5	-19,7	-7,4	31,7	-2,6	-8,4	0,6	29,6	8,6	25,4
Feb	7,7	-4,5	12,9	-4,0	19,6	9,5	-1,0	0,6	-0,2	-32,0	8,7	7,4
Mar	13,2	-4,1	-15,2	-25,2	-5,1	18,5	-10,0	13,4	0,9	10,4	-3,3	2,2
Abr	1,0	-7,8	4,7	-9,2	-14,8	31,4	-3,2	-0,9	0,7	7,4	9,3	10,9
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2004 Abr	60,2	-99,9	56,5	-203,6	76,4	205,3	-23,1	-2,6	-5,8	19,7	83,2	111,7

C31 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 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 interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,3	217,3	261,6	874,8	1.023,9	589,4	182,9	220,9	744,8	122,6
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,7	236,6	287,8	932,1	1.012,2	576,1	178,4	226,5	738,5	107,8
2002	2,1	-2,7	1.085,8	513,3	228,2	309,9	949,1	985,4	559,6	163,7	234,5	717,4	105,2
2003	-2,6	-0,1	1.058,5	497,7	220,4	298,0	917,0	985,7	549,1	161,0	238,4	709,8	108,0
2002 IV	2,3	2,5	270,1	128,1	56,8	76,8	235,8	247,1	139,7	40,8	59,4	178,2	27,7
2003 I	-1,0	3,6	266,6	125,7	54,8	75,7	230,2	251,4	143,5	40,9	58,7	178,1	29,9
II	-5,9	-2,9	258,8	122,1	53,2	72,7	224,8	243,9	134,5	39,6	59,5	176,9	25,4
III	-2,6	-1,8	264,8	125,1	56,0	74,5	230,5	241,7	134,5	38,9	59,2	175,2	26,4
IV	-0,8	0,7	268,2	124,8	56,3	75,1	231,5	248,7	136,6	41,6	61,0	179,6	26,3
2004 I	4,5	-0,3	273,8	128,2	58,4	74,4	241,2	247,7	135,4	39,9	61,0	180,2	26,6
2003 Nov	-5,2	-1,9	88,9	41,7	18,6	25,0	77,0	83,7	45,5	14,3	20,3	59,7	8,7
Dic	4,7	5,6	90,0	42,3	19,2	24,6	77,2	83,0	46,3	13,3	20,3	59,6	9,3
2004 Ene	-2,9	-6,6	90,4	42,3	19,1	24,4	79,0	82,1	44,8	13,2	20,4	59,9	8,4
Feb	2,9	0,8	91,5	42,7	20,2	24,7	80,6	83,5	44,9	13,9	20,3	61,3	8,5
Mar	12,9	4,8	91,9	43,1	19,1	25,4	81,6	82,1	45,7	12,8	20,3	59,0	9,7
Abr	8,1	4,4	93,6	44,3	20,4	25,6	82,2	86,0	47,5	14,7	20,9	61,8	9,1
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9	100,1
2001	5,1	-1,0	105,2	101,9	108,7	108,0	105,6	98,7	99,0	96,1	99,8	97,6	99,0
2002	3,0	-0,2	108,4	107,9	105,4	116,1	108,5	98,6	99,3	90,4	104,5	96,6	100,9
2003	0,7	3,2	109,2	107,7	106,0	115,1	108,5	101,9	100,0	94,6	109,6	99,6	103,2
2002 IV	3,5	2,0	108,6	108,2	105,9	116,0	108,7	99,0	98,6	92,0	106,5	97,1	101,1
2003 I	1,9	3,9	108,5	107,2	103,7	115,9	107,4	101,0	100,2	94,7	107,5	98,5	99,4
II	-2,2	2,4	106,9	105,7	102,6	112,4	106,3	102,1	100,0	93,6	109,5	99,5	103,8
III	0,6	1,7	109,7	108,9	108,4	115,4	109,6	100,6	99,3	91,7	108,7	98,7	106,1
IV	2,5	4,8	111,5	109,1	109,3	116,6	110,7	103,7	100,5	98,3	112,9	101,6	103,3
2004 I	7,4	4,4	114,6	112,6	114,3	116,0	115,9	104,3	99,9	96,5	114,6	102,9	104,4
2003 Nov	-2,0	1,7	110,6	109,5	108,8	116,3	110,5	104,3	100,0	101,1	112,6	101,2	102,5
Dic	7,8	10,1	112,3	111,0	112,2	114,9	110,7	104,0	102,0	95,0	113,7	101,8	106,3
2004 Ene	-0,1	-1,4	113,3	111,6	111,4	114,3	113,8	103,7	99,7	95,5	114,6	102,7	96,6
Feb	6,3	5,9	115,2	112,8	118,8	115,5	116,5	105,7	99,5	100,9	114,8	105,1	101,8
Mar	15,5	8,6	115,2	113,4	112,7	118,2	117,3	103,4	100,5	93,1	114,3	100,9	114,7
Abr	9,6	5,5	116,9	116,6	119,1	119,1	118,1	107,4	103,1	105,9	117,9	105,3	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,8	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	88,9
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,6	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,2	93,0	98,5	95,7	85,6
2002 IV	-1,1	0,4	99,4	98,6	98,8	101,3	99,2	97,5	96,2	97,0	101,0	98,5	89,5
2003 I	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	99,9	97,9	97,2	97,2	94,4	98,9	97,1	98,2
II	-3,7	-5,2	96,7	96,2	95,4	98,9	96,7	93,3	91,2	92,5	98,5	95,5	79,9
III	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,8	96,2	93,9	91,9	92,8	98,6	95,4	81,1
IV	-3,3	-3,9	96,1	95,3	94,9	98,6	95,6	93,7	92,2	92,4	98,0	94,9	83,1
2004 I	-2,8	-4,5	95,5	94,8	94,1	98,1	95,2	92,8	92,0	90,5	96,4	94,0	83,2
2003 Nov	-3,2	-3,5	96,3	95,2	94,5	98,7	95,7	94,0	92,7	92,5	97,9	95,1	83,3
Dec.	-2,8	-4,0	96,0	95,2	94,7	98,5	95,6	93,5	92,3	92,1	97,2	94,3	85,4
2004 Ene	-2,8	-5,3	95,6	94,8	94,5	97,9	95,2	92,8	91,5	90,5	96,6	93,9	84,8
Feb	-3,2	-4,8	95,2	94,6	94,1	98,0	94,9	92,6	91,8	90,5	96,3	94,0	82,1
Mar	-2,2	-3,5	95,6	95,0	93,7	98,4	95,4	93,0	92,6	90,4	96,4	94,2	82,6
Abr	-1,4	-1,0	95,9	94,9	94,5	98,7	95,5	93,9	93,8	90,8	96,1	94,6	.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Otros Estados miembros de la UE				Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	Africa	América Latina	Otros países
		Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Otros							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Exportaciones (f.o.b.)												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,2	34,3	153,7	56,8	47,1	126,4
2001	1.063,6	202,1	37,0	24,3	105,9	66,4	180,1	34,5	165,5	60,4	49,9	135,6
2002	1.085,8	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,5	43,4	148,7
2003	1.058,5	193,1	38,4	24,9	117,3	63,2	167,1	31,1	170,5	59,4	37,8	154,3
2002 IV	270,1	49,8	9,4	6,4	28,3	15,6	45,5	8,3	42,6	14,4	10,4	37,8
2003 I	266,6	49,1	9,6	6,4	28,6	16,5	43,3	7,8	42,2	14,5	10,3	38,1
II	258,8	47,0	9,5	6,1	28,9	15,5	41,2	7,5	41,6	14,6	9,5	37,7
III	264,8	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,7	7,8	43,6	15,3	9,1	39,3
IV	268,2	48,9	9,7	6,1	29,6	15,9	40,9	8,1	43,0	15,0	8,9	39,2
2004 I	273,8	48,9	9,9	6,2	31,4	15,5	42,2	8,5	45,9	14,9	9,5	.
2003 Nov	88,9	16,0	3,3	2,0	9,7	5,4	13,4	2,6	14,4	4,9	3,1	12,9
Dic	90,0	16,8	3,2	2,0	10,1	5,2	13,8	2,7	14,2	5,0	2,9	13,0
2004 Ene	90,4	16,0	3,3	2,1	10,3	5,2	13,3	2,8	15,3	5,1	3,3	14,9
Feb	91,5	16,9	3,3	2,0	10,5	5,1	14,8	2,8	15,4	4,8	3,1	.
Mar	91,9	16,0	3,3	2,1	10,6	5,2	14,1	2,9	15,2	4,9	3,2	.
Abr	93,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,2	3,6	2,3	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	14,6
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,9	159,3	39,0	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,1
2001	1.012,2	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,4
2002	985,4	149,7	35,6	23,0	93,5	52,1	125,7	52,7	204,6	67,8	39,4	140,4
2003	985,7	137,2	36,5	22,9	102,0	50,7	110,7	52,2	216,0	68,5	39,5	148,4
2002 IV	247,1	35,8	9,1	5,9	23,9	12,8	30,4	13,4	52,6	16,8	9,8	36,0
2003 I	251,4	35,6	9,1	5,9	24,9	13,3	28,2	13,4	53,4	18,4	9,8	38,2
II	243,9	34,0	9,1	5,6	24,9	12,5	28,1	13,1	53,5	16,9	9,6	36,5
III	241,7	33,8	9,1	5,6	25,1	12,5	27,6	12,5	53,8	16,8	9,7	36,3
IV	248,7	33,9	9,2	5,7	27,1	12,4	26,8	13,0	55,3	16,5	10,4	37,4
2004 I	247,7	33,3	9,2	5,9	27,4	12,7	25,9	13,4	55,3	16,3	10,4	.
2003 Nov	83,7	11,3	3,1	1,9	9,1	4,1	9,0	4,3	18,3	5,5	3,5	11,9
Dic	83,0	11,4	3,0	1,9	9,2	4,1	8,6	4,5	18,5	5,4	3,5	13,5
2004 Ene	82,1	11,1	3,0	1,9	9,1	4,3	8,9	4,5	18,2	5,5	3,4	12,1
Feb	83,5	11,3	3,1	2,0	9,2	4,3	8,8	4,5	18,4	5,2	3,5	.
Mar	82,1	10,8	3,1	2,1	9,1	4,1	8,2	4,5	18,6	5,6	3,5	.
Abr	86,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	6,9	4,0	15,1
Saldo												
2000	-22,7	29,8	0,2	1,5	18,4	13,2	29,7	-33,2	-63,6	-16,9	6,8	-6,7
2001	51,3	47,8	2,6	3,1	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,6	9,0	-4,9
2002	100,4	56,1	1,5	2,3	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,3	4,0	8,3
2003	72,7	55,9	1,8	2,0	15,3	12,5	56,4	-21,0	-45,5	-9,1	-1,7	5,8
2002 IV	23,0	14,0	0,3	0,5	4,4	2,8	15,1	-5,1	-10,0	-2,4	0,7	1,8
2003 I	15,2	13,5	0,5	0,5	3,7	3,2	15,1	-5,7	-11,2	-3,9	0,6	-0,1
II	15,0	13,0	0,4	0,5	4,0	3,0	13,1	-5,6	-11,9	-2,2	-0,1	1,2
III	23,1	14,4	0,4	0,7	5,1	2,8	14,0	-4,8	-10,2	-1,5	-0,6	3,0
IV	19,4	15,0	0,5	0,4	2,5	3,5	14,2	-4,9	-12,2	-1,5	-1,5	1,8
2004 I	26,1	15,6	0,8	0,3	4,0	2,8	16,3	-5,0	-9,4	-1,4	-0,8	.
2003 Nov	5,2	4,7	0,2	0,1	0,6	1,4	4,4	-1,7	-3,8	-0,7	-0,5	1,0
Dic	7,0	5,4	0,2	0,2	0,9	1,1	5,2	-1,8	-4,3	-0,5	-0,6	-0,5
2004 Ene	8,3	4,9	0,3	0,2	1,2	0,9	4,4	-1,7	-3,0	-0,3	-0,1	2,9
Feb	8,0	5,6	0,2	0,1	1,2	0,8	6,0	-1,7	-3,0	-0,4	-0,4	.
Mar	9,8	5,2	0,3	0,0	1,6	1,1	5,9	-1,6	-3,5	-0,7	-0,4	.
Abr	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

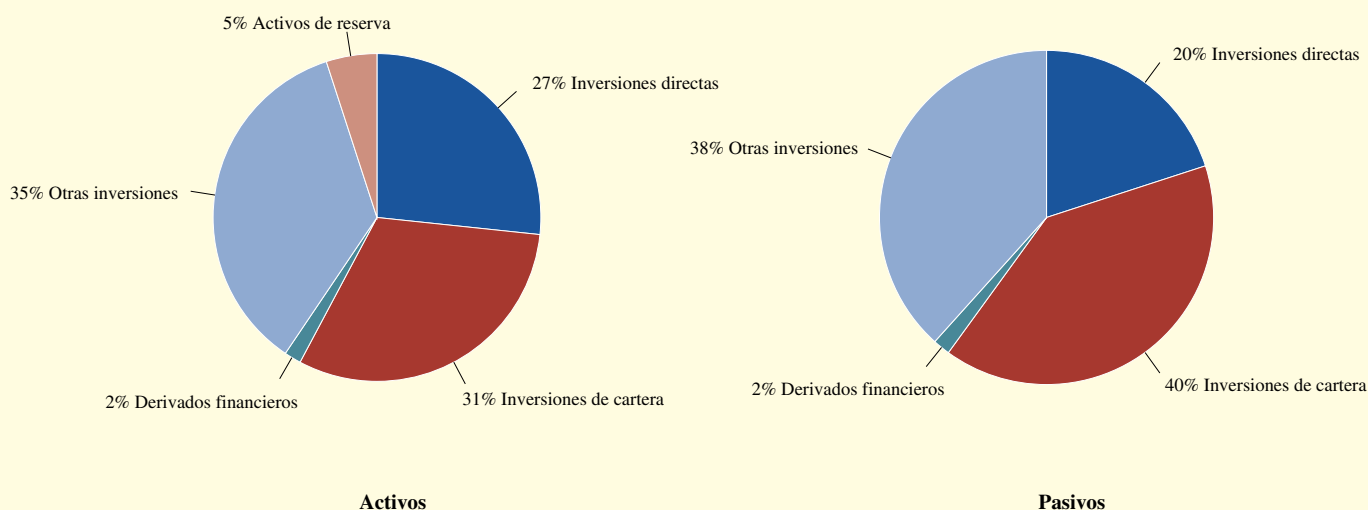
7.4 Posición de inversión internacional

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

1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total 1	Total en porcentaje del PIB 2	Inversiones directas 3	Inversiones de cartera 4	Derivados financieros 5	Otras inversiones 6	Activos de reserva 7
Posición de inversión internacional neta							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Activos: Saldos vivos							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,2	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,8	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Pasivos: Saldos vivos							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	106,9	1.512,5	3.026,7	130,7	2.897,6	-

C32 Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002



Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional

(mm de euros; saldos a fin de período)

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	MFIs excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.273,4	115,2	1.158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1.513,2	129,3	1.383,9	383,8	1,4	382,4	1.043,3	42,3	1.001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1.554,4	137,5	1.416,9	383,1	1,4	381,7	1.107,7	43,1	1.064,6	404,8	2,7	402,1

3. Inversiones de cartera por instrumento

	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
			Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	1.013,7	1.698,9	1.044,4	937,1	107,2	1.251,9	1.146,5	105,4
2000	1.183,7	1.606,7	1.167,4	1.045,3	122,2	1.530,8	1.365,5	165,4
2001	1.122,4	1.582,0	1.399,0	1.222,0	176,9	1.630,7	1.460,8	169,9
2002	862,2	1.328,3	1.408,3	1.168,7	239,6	1.698,5	1.518,5	179,9

4. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones										
	Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores		Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
									Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9	
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9	
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0	
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1	

5. Otras inversiones

	Eurosistema						AAPP							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fuente: BCE.

7.5 Reservas internacionales

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

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici-paciones	Bonos y obliga-ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 May	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7	-23,1
Jun	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2	-25,8
Jul	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	8,4	33,2	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1	-27,2
Ago	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	10,3	31,5	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1	-27,6
Sep	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
Oct	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
Nov	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,5
Dic	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Ene	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
Feb	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
Mar	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
Abr	303,9	128,0	393,536	4,7	23,7	147,5	10,5	26,5	110,8	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-12,7
May	298,9	126,5	392,415	4,7	23,3	144,4	10,6	25,8	108,0	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-9,3
de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo																
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dic	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 May	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,2
Jun	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,8
Jul	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-2,9
Ago	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,6
Sep	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
Oct	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
Nov	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4
Dic	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Ene	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Feb	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
Mar	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4
Abr	37,7	8,0	24,656	0,2	0,0	29,5	1,0	4,7	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,5
May	37,4	7,9	24,656	0,2	0,0	29,2	1,4	5,5	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,6

Fuente: BCE.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivo

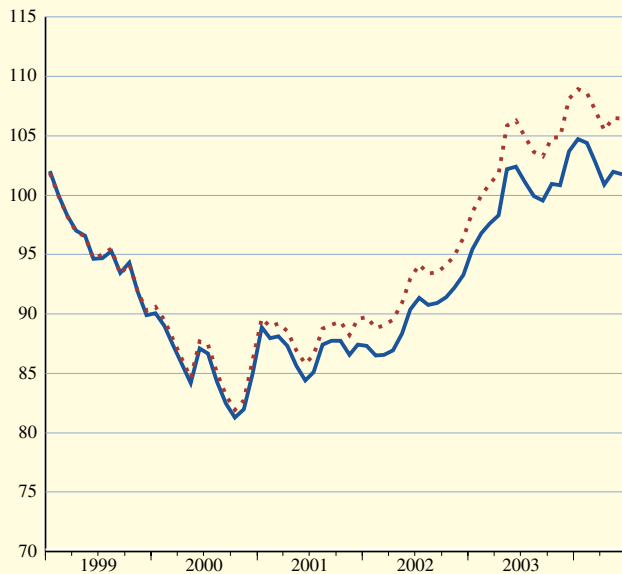
(medias del período; índice 1999 I=100)

	Grupo reducido						Grupo amplio	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	87,0	88,4	89,6	88,3	88,6	87,2	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,2	92,0	91,6	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,2	103,3	103,8	103,0	106,8	102,0
2003 II	101,0	104,7	104,4	104,3	105,1	104,1	107,6	102,8
III	100,2	103,9	103,3	103,7	104,3	103,7	106,7	101,9
IV	101,8	105,9	104,9	105,8	106,3	104,8	109,1	104,3
2004 I	103,9	108,2	107,3	107,9	108,1	107,1	111,5	106,1
II	101,6	106,1	105,1	.	.	.	109,1	104,1
2003 Jun	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3
Jul	101,1	104,9	104,4	-	-	-	107,5	102,7
Ago	99,9	103,6	103,0	-	-	-	106,4	101,5
Sep	99,5	103,3	102,5	-	-	-	106,1	101,4
Oct	101,0	104,8	103,9	-	-	-	108,0	103,2
Nov	100,9	104,9	104,1	-	-	-	108,1	103,2
Dic	103,7	108,1	106,8	-	-	-	111,2	106,4
2004 Jan.	104,7	108,9	107,9	-	-	-	112,3	106,7
Feb	104,4	108,6	107,7	-	-	-	112,1	106,5
Mar	102,8	107,1	106,3	-	-	-	110,1	104,9
Abr	100,9	105,5	104,5	-	-	-	108,2	103,3
May	102,0	106,5	105,5	-	-	-	109,6	104,5
Jun	101,8	106,4	105,4	-	-	-	109,6	104,5
	<i>% de variación sobre mes anterior</i>							
2004 Jun	-0,2	-0,1	-0,1	-	-	-	0,0	0,0
	<i>% de variación sobre año anterior</i>							
2004 Jun	-0,6	0,1	-0,5	-	-	-	0,5	0,2

C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

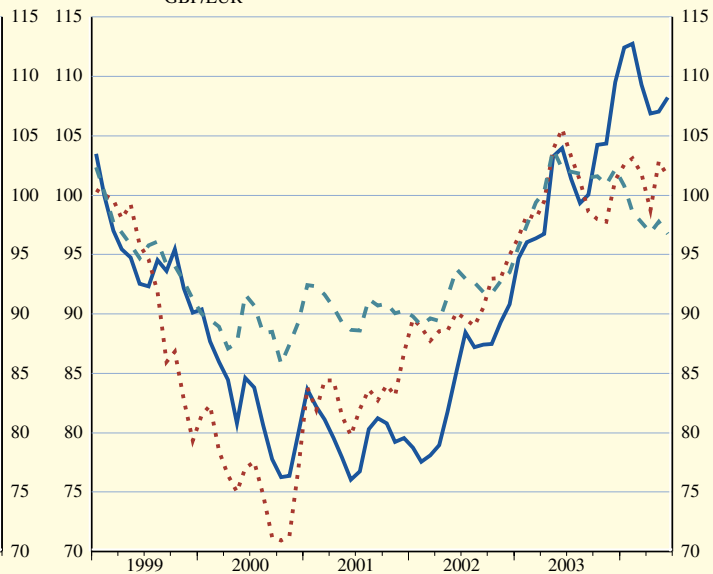
— TCE nominal, grupo reducido
 TCE real deflactado por el IPC, grupo reducido



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estadounidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozelandés	Rand sud-africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2003 II	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
III	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 I	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
II	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
2003 Jun	1,1663	0,70224	138,05	1,5411	9,1182	1.392,33	9,0955	7,4250	2,0233	1,5798	8,1619	1,7552	86,25	2,0069	9,2160
Jul	1,1372	0,70045	134,99	1,5476	9,1856	1.342,27	8,8689	7,4332	1,9956	1,5694	8,2893	1,7184	87,66	1,9386	8,5842
Ago	1,1139	0,69919	132,38	1,5400	9,2378	1.312,67	8,6873	7,4322	1,9531	1,5570	8,2558	1,7114	88,79	1,9137	8,2375
Sep	1,1222	0,69693	128,94	1,5474	9,0682	1.306,88	8,7377	7,4273	1,9591	1,5330	8,1952	1,6967	88,81	1,9227	8,2141
Oct	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1.364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
Nov	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1.388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
Dic	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1.463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
2004 Ene	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
May	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
Jun	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
	% variación sobre mes anterior														
2004 Jun	1,1	-1,1	-1,2	-1,4	0,2	-0,4	1,1	-0,1	1,2	-0,3	1,0	2,6	-0,5	-0,9	-4,1
	% variación sobre año anterior														
2004 Jun	4,1	-5,4	-3,8	-1,4	0,3	1,0	4,1	0,1	2,8	4,4	1,5	-0,4	1,5	-3,8	-15,2

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102.425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2003 II	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716.532
III	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9466	37,410	1.569.762
IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2004 I	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395
II	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1.759.532
2003 Jun	0,58607	31,412	15,6466	261,21	3,4527	0,6549	0,4285	4,4339	233,6600	41,507	1,9463	38,059	1.664.000
Jul	0,58730	31,880	15,6466	263,73	3,4528	0,6473	0,4274	4,4368	234,4369	41,804	1,9465	37,148	1.596.957
Ago	0,58616	32,287	15,6466	259,56	3,4527	0,6397	0,4264	4,3699	234,9962	41,955	1,9463	37,166	1.564.214
Sep	0,58370	32,355	15,6466	255,46	3,4530	0,6383	0,4265	4,4635	235,2211	41,489	1,9469	37,918	1.546.627
Oct	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38,803	1.679.067
Nov	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726.781
Dic	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761.551
2004 Ene	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698.262
Feb	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682.658
Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374
Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423
May	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818.487
Jun	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1.814.266
	% variación sobre mes anterior												
2004 Jun	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-2,8	0,3	-0,6	0,4	0,5	-0,2
	% variación sobre año anterior												
2004 Jun	-0,6	0,6	0,0	-3,1	0,0	0,2	-0,7	3,5	2,4	-3,8	0,4	7,1	9,0

Fuente: BCE.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanuales, 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													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	3,1	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	2,6	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2003 III	-0,2	1,6	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	2,4	0,7	5,6	8,9	2,3	1,4
2003 IV	0,8	1,3	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	1,1	1,4	5,0	9,4	1,9	1,3
2004 I	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	0,9	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
2004 Ene	2,0	1,0	0,6	1,6	4,0	-1,2	6,7	1,2	1,8	4,0	8,2	1,3	1,4
2004 Feb	2,0	0,7	0,6	1,4	4,3	-1,2	7,0	0,9	1,8	3,6	8,4	0,2	1,3
2004 Mar	2,1	0,4	0,7	0,1	4,7	-0,9	6,6	0,5	1,8	3,5	7,9	0,4	1,1
2004 Abr	2,0	0,5	1,5	0,1	5,0	-0,7	7,0	3,6	2,3	3,6	7,8	1,1	1,2
2004 May	2,6	1,1	3,7	1,2	6,1	1,0	7,8	3,0	3,5	3,9	8,2	1,5	1,5
Déficit (-)/ superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	-6,4	3,1	0,3	-2,4	-1,6	-2,1	-4,4	-6,4	-3,5	-2,7	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,4	1,7	1,8	-4,6	-2,7	-1,4	-9,3	-5,7	-3,6	-1,9	-5,7	0,0	-1,6
2003	-12,9	1,5	2,6	-6,3	-1,8	-1,7	-5,9	-9,7	-4,1	-1,8	-3,6	0,7	-3,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	25,2	47,8	4,7	64,4	16,2	23,4	53,5	61,8	36,7	26,9	48,7	54,4	38,9
2002	28,9	47,2	5,7	67,1	15,5	22,8	57,1	61,7	41,2	27,8	43,3	52,6	38,5
2003	37,6	45,0	5,8	72,2	15,6	21,9	59,0	72,0	45,4	27,1	42,8	51,8	39,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2003 Nov	4,75	4,57	-	4,75	5,01	4,81	7,82	4,70	6,90	5,54	5,36	4,98	5,10
2003 Dic	4,82	4,52	-	4,75	5,07	4,81	8,24	4,71	6,76	5,27	5,42	4,86	4,94
2004 Ene	4,68	4,35	-	4,75	5,06	4,81	8,36	4,71	6,67	5,14	5,16	4,65	4,84
2004 Feb	4,80	4,30	-	4,79	5,05	4,81	8,65	4,70	6,82	5,01	5,11	4,55	4,88
2004 Mar	4,50	4,10	-	5,17	4,98	4,64	8,04	4,70	6,65	4,99	5,09	4,31	4,76
2004 Abr	4,60	4,30	-	5,17	4,89	4,55	7,89	4,65	7,02	4,83	5,06	4,55	4,99
Tipo de interés, a tres meses en porcentaje, media del período													
2003 Nov	2,07	2,21	2,61	3,81	3,99	2,50	10,59	2,95	5,68	6,22	6,00	2,85	3,98
2003 Dic	2,08	2,22	2,61	3,81	4,21	2,68	13,15	2,94	5,69	6,11	5,98	2,82	4,02
2004 Ene	2,07	2,19	2,61	3,81	4,20	2,66	12,57	2,94	5,37	6,01	5,78	2,73	4,06
2004 Feb	2,06	2,18	2,61	3,84	4,18	2,66	12,58	2,95	5,46	5,80	5,79	2,55	4,17
2004 Mar	2,05	2,14	2,62	3,83	4,33	2,67	12,25	2,93	5,49	5,62	5,71	2,37	4,30
2004 Abr	2,06	2,17	2,62	3,94	4,49	2,69	-	2,90	5,69	4,99	5,35	2,13	4,39
PIB real													
2002	2,0	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,7	1,3	3,4	4,4	2,1	1,6
2003	2,9	0,4	5,1	2,0	7,5	9,0	2,9	.	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 III	3,4	0,1	5,2	1,8	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2	1,7	2,2
2003 IV	3,1	1,1	6,2	2,9	7,5	10,6	3,6	.	.	2,5	4,7	2,3	2,7
2004 I	4,1	1,1	.	3,4	.	.	.	.	.	3,7	5,5	.	3,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,1	-9,9	-5,4	-6,8	-4,8	-6,8	-1,2	-2,6	1,4	-7,6	4,7	-1,6
2003	-6,5	2,8	-12,7	-2,1	-8,3	-6,5	-9,0	-5,1	-2,0	0,1	-0,5	6,3	-1,6
2003 II	-5,7	3,2	-10,4	-3,8	-9,3	-7,8	-9,9	-6,2	-2,0	-0,4	-1,2	5,8	-2,9
2003 III	-7,5	4,3	-9,8	11,0	-9,5	-4,6	-7,7	3,2	-1,1	1,9	0,8	6,6	-1,9
2003 IV	-10,0	1,5	-15,9	-2,2	-9,0	-9,7	-9,1	.	-1,3	-0,7	-0,6	6,5	-1,7
Costes laborales unitarios													
2002	-	1,8	4,1	-	-0,4	-12,5	9,0	-	-	6,5	4,1	0,8	2,8
2003	-	1,9	4,6	-	.	0,2	.	-	-	.	7,2	0,5	.
2003 III	-	2,5	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2003 IV	-	0,7	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 I	-	2,4	.	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7	4,9	5,1
2003	7,8	5,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1	5,6	5,0
2003 III	8,0	5,8	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,5	19,2	6,6	16,8	5,6	4,9
2003 IV	8,1	5,9	9,7	4,6	10,5	12,0	5,8	8,6	19,1	6,5	16,6	6,0	4,9
2004 I	8,3	6,0	9,4	4,7	10,6	11,6	5,9	8,9	19,1	6,4	16,6	6,3	4,7
2004 Ene	8,2	6,0	9,5	4,7	10,6	11,7	5,9	8,8	19,1	6,4	16,6	6,1	4,7
2004 Feb	8,2	6,0	9,4	4,7	10,6	11,6	5,9	9,0	19,1	6,4	16,6	6,4	4,7
2004 Mar	8,4	5,9	9,3	4,7	10,6	11,5	5,9	9,0	19,0	6,4	16,5	6,4	4,7
2004 Abr	8,4	6,0	9,2	4,4	10,7	11,5	5,9	8,9	18,9	6,4	16,4	6,4	.
2004 May	8,4	.	9,1	4,2	10,6	11,5	.	8,9	18,9	6,4	16,4	6,7	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

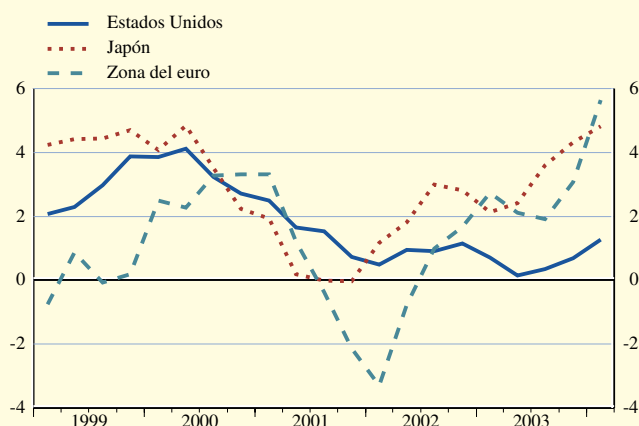
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas)	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ¹⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ²⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ²⁾ en %	Tipo de cambio en ³⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,4	44,2
2001	2,8	0,1	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,5	43,6
2002	1,6	-3,0	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,4	45,7
2003	2,3	0,7	3,1	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	.	.
2003 II	2,1	1,1	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,1
III	2,2	0,6	3,6	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,2	47,7
IV	1,9	0,5	4,3	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 I	1,8	0,8	4,8	3,2	5,6	4,0	1,12	4,00	1,2497	.	.
II	.	.	.	.	.	.	1,30	4,58	1,2046	.	.
2004 Feb	1,7	-	-	3,4	5,6	4,0	1,12	4,06	1,2646	-	-
Mar	1,7	-	-	4,1	5,7	4,4	1,11	3,81	1,2262	-	-
Abr	2,3	-	-	5,4	5,6	4,8	1,15	4,32	1,1985	-	-
May	3,1	-	-	6,4	5,6	5,4	1,25	4,70	1,2007	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	1,50	4,73	1,2138	-	-
Japón											
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,4	126,1
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	.	.
2003	-0,3	-3,8	2,5	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 II	-0,2	-3,0	2,1	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
III	-0,2	-1,5	1,9	1,0	5,2	1,8	0,05	1,19	132,14	.	.
IV	-0,3	-4,3	3,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	5,6	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	.	.	.	.	.	.	0,05	1,59	132,20	.	.
2004 Feb	0,0	-6,5	-	6,6	5,0	1,7	0,05	1,25	134,78	-	-
Mar	-0,1	-7,8	-	8,3	4,7	1,7	0,05	1,35	133,13	-	-
Abr	-0,4	-	-	8,7	4,7	2,0	0,05	1,51	129,08	-	-
May	-0,5	-	-	4,2	4,6	2,0	0,05	1,49	134,48	-	-
Jun	.	-	-	.	.	.	0,05	1,77	132,86	-	-

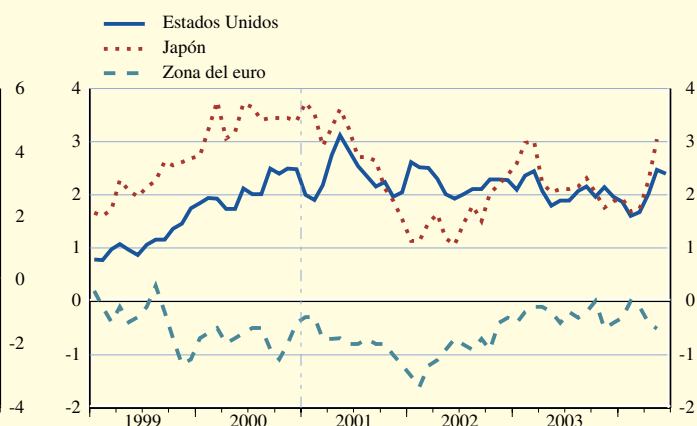
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanuales; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanuales; mensuales)



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

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

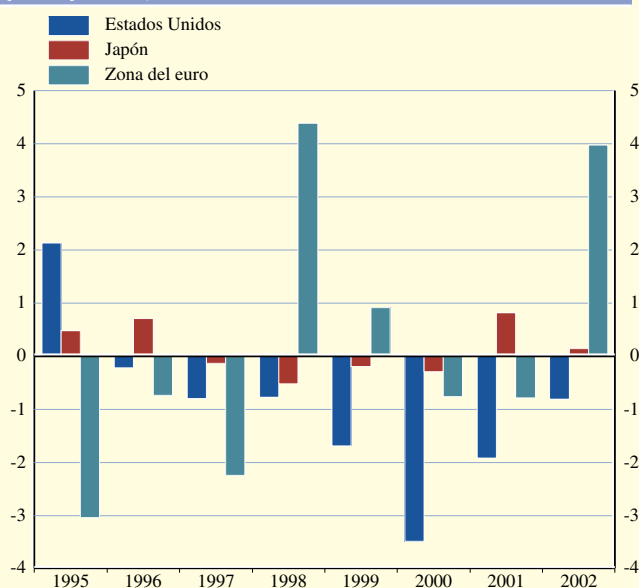
9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	3,1	11,0	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,9	10,6	5,9
2002	14,7	18,4	-4,4	7,4	7,4	1,2	8,2	1,0	0,0	12,8	4,0	11,1	6,7
2003	13,5	18,4	-4,7	7,1	7,2	5,0	8,7	3,2	0,9	13,0	7,0	10,9	8,3
2002 II	15,1	18,4	-4,6	7,3	7,4	2,3	8,2	2,1	0,4	12,8	3,5	11,6	5,7
2002 III	14,5	18,5	-4,5	7,5	7,3	0,9	8,1	1,2	-1,6	12,8	2,7	10,9	5,8
2002 IV	13,8	18,4	-4,7	7,3	7,2	4,1	8,4	3,6	0,7	12,8	3,7	10,6	8,1
2003 I	12,9	18,1	-4,9	7,0	7,1	4,2	7,9	3,2	0,9	12,7	5,8	10,5	9,0
2003 II	13,2	18,2	-5,0	7,0	7,1	5,7	8,6	3,9	2,1	12,9	11,4	11,1	12,6
2003 III	13,4	18,4	-4,7	7,0	7,2	4,9	8,9	2,8	0,2	13,2	6,5	11,3	7,5
2003 IV	14,5	18,8	-4,3	7,3	7,3	5,0	9,4	2,9	0,3	13,1	4,4	10,7	4,3
2004 I	14,2	19,0	-4,8	7,5	7,3	5,3	9,1	3,4	0,7	12,9	7,1	10,7	9,5
Japón													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-2,9	15,7	-7,0	-0,9	4,8	0,7	8,5	-2,1
2003	.	24,0	.	.	.	2,9	.	-5,0	-0,6	.	-0,7	.	-0,6
2002 II	24,1	23,4	2,8	.	.	-27,9	.	-23,7	0,8	.	5,8	.	-8,5
2002 III	24,5	23,9	2,7	.	.	1,2	.	-9,7	-2,4	.	-6,8	.	-0,6
2002 IV	24,2	25,2	2,2	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,5	.	-1,5
2003 I	28,2	23,4	2,8	.	.	16,0	.	-4,6	0,3	.	-11,2	.	2,9
2003 II	.	23,3	.	.	.	-25,1	.	-21,4	-0,9	.	4,1	.	-5,5
2003 III	.	24,1	.	.	.	9,3	.	-2,9	-3,0	.	-5,4	.	1,6
2003 IV	.	24,9	.	.	.	11,6	.	8,3	1,2	.	8,4	.	-1,3
2004 I	.	23,8	.	.	.	10,6	.	-1,4	-0,6	.	-8,6	.	0,7

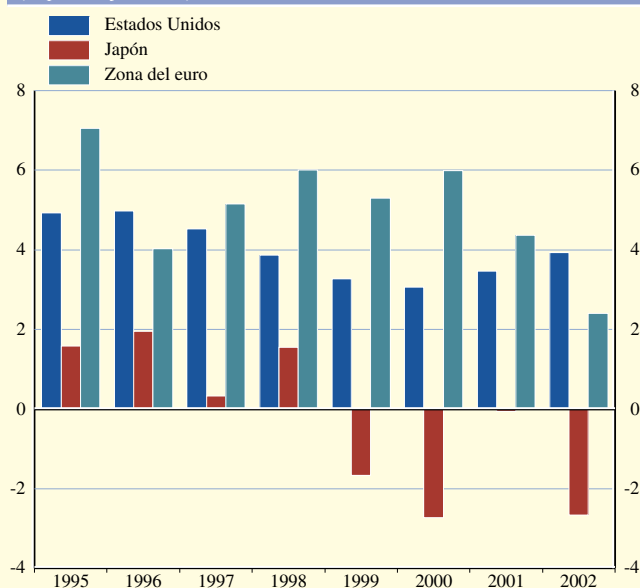
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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	S31
C14	Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Emisiones brutas de valores distintos de acciones	S33
C16	Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S35
C18	Tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
C19	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S37
C20	Nuevos depósitos a plazo	S39
C21	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S39
C22	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S40
C23	Tipos a tres meses del mercado monetario	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S41
C25	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S41
C26	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S42
C27	Cuenta corriente	S54
C28	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C29	Bienes	S55
C30	Servicios	S55
C31	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C32	Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002	S63
C33	Tipos de cambio efectivo	S66
C34	Tipos de cambio bilaterales	S66
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C36	Índices de precios de consumo	S69
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S70



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

(I. EVOLUCIÓN MONETARIA Y TIPOS DE INTERÉS)

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 la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

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

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanuales corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fór-

mula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

Por último, la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificacio-

nes y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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 «Monetary statistics».

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.

calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t , el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos ajustados en el mes t queda definido como:

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

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

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

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

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

La 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 se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». Los datos sobre los ingresos de la balanza de rentas están sujetos a ajustes previos por «días laborales». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los datos de la balanza de rentas y de 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

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 «Monetary statistics».

para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales 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 «Statistics on line» 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 30 de junio de 2004.

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 hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren 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 del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente o obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el

BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido

con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las po-

siciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

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 (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 desestacionali-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

Los saldos que figuran en la columna 1 de la sección 4.2 son idénticos a los datos relativos a los saldos en circulación que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos de los valores emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 de la sección 4.2 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM de la columna 8, sección 2.1.

En la sección 4.3 figuran las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes (detallados por plazo a la emisión y por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional compra o vende activos financieros o contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanual excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

3 Los códigos del SEC 95 correspondientes a los distintos sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN de los países de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras Administraciones Públicas, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S.1314).

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

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (princi-

palmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), producción industrial y ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo, de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

4 DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden el coste laboral medio por hora trabajada. Sin embargo, no incluyen la agricultura, la pesca, la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios que no estén clasificados en otra rúbrica. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos cuya definición nacional no está armonizada.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus 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.

Las ventas del 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, de 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 a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.3 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 de la zona del euro son datos obtenidos por el BCE a partir de

los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo.

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁶, que modifica el SEC 95. En el cuadro 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. 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.

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 (PII) (secciones 7.1, 7.2, 7.4 y 7.5) 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 del 2 de mayo de 2003 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7)⁷, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada *European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, de noviembre del 2003, que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet, figuran referencias adicionales a las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro.

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

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 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 la elabora 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 ofrece datos desestacionalizados para la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa.

En el cuadro 7 de la sección 7.1 figura el detalle por sector de la zona del euro de los tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores de los emisores de la zona del euro de valores adquiridos por no residentes.

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, 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, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las IFM. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en

Internet puede consultarse una nota metodológica específica 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 presentan datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro. La principal fuente de estos datos 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 7.3.1 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 presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

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 los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). La diferencia en las importaciones ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), teniendo relación una parte significativa de este porcentaje con la inclusión de los seguros y fletes en los datos de comercio exterior (c.i.f.).

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) 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 PII 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.

En la sección 7.5 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 la sección 7.5 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 septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octubre 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.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los cálculos realizados por el BCE para determinar los índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales 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, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. El grupo reducido está integrado por Estados Unidos, Reino Unido, Japón,

Suiza, Suecia, Corea del Sur, Hong Kong, Dinamarca, Singapur, Canadá, Noruega y Australia, y el grupo amplio incluye Argelia, Argentina, Brasil, China, Croacia, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI), el producto interior bruto (deflactor del PIB), los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», publicado en el *Boletín Mensual* de agosto del 2003, 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

3 DE ENERO DE 2002

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 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO, 4 DE ABRIL, 2 DE MAYO, 6 DE JUNIO Y 4 DE JULIO DE 2002

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 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

1 DE AGOSTO, 12 DE SEPTIEMBRE, 10 DE OCTUBRE Y 7 DE NOVIEMBRE DE 2002

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 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 DE DICIEMBRE DE 2002

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 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, 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 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

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:

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 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 y en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001, respectivamente.

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 2,75%, 3,75% y 1,75%, 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 ope-

ración 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 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, dirigi-

rá 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. Asimismo, 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 vencimiento 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 Y 1 DE JULIO 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.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE ENERO DEL 2003

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre abril y junio del 2004. 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 2002», abril 2003.

«Informe Anual 2003», abril 2004.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.

«CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.

«La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.

«Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.

«La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.

«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.

«Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.

«Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.

«Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.

«La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», mayo 2003.

«Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.

«Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.

«Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.

«Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.

«Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.

«Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.

«Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.

«Integración de los mercados financieros europeos», octubre 2003.

«Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.

«Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.

«El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.

«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.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 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 A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, 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. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 327 «Diversification in euro area stock markets: country versus industry», por G. A. Moerman, abril 2004.
- 328 «Non-fundamental exchange rate volatility and welfare», por R. Straub y I. Tchakarov, abril 2004.
- 329 «On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework», por R. A. De Santis, R. Anderton y A. Hijzen, abril 2004.
- 330 «The demand for euro area currencies: past, present and future», por B. Fischer, P. Köhler y F. Seitz, abril 2004.
- 331 «How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI», por L. Aucremanne y E. Dhyne, abril 2004.
- 332 «Stylised features of price-setting behaviour in Portugal: 1992-2001», por M. Dias, D. Dias y P. D. Neves, abril 2004.
- 333 «The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness», por S. Fabiani, A. Gattulli y R. Sabbatini, abril 2004.
- 334 «Is inflation persistence intrinsic in industrial economies?», por A. T. Levin y J. M. Piger, abril 2004.

- 335 «Has euro area inflation persistence changed over time?», por G. O'Reilly y K. Whelan, abril 2004.
- 336 «The great inflation of the 1970s», por F. Collard y H. Dellas, abril 2004.
- 337 «The decline of activist stabilisation policy: natural rate misperceptions, learning, and expectations», por A. Orphanides y J. C. Williams, abril 2004.
- 338 «The optimal degree of discretion in monetary policy», por S. Athey, A. Atkeson y P. J. Kehoe, abril 2004.
- 339 «Understanding the effects of government spending on consumption», por J. Galí, D. López-Salido y J. Vallés, abril 2004.
- 340 «Indeterminacy with inflation-forecast-based rules in a two-bloc model», por N. Batini, P. Levine y J. Pearlman, abril 2004.
- 341 «Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment», por T. Bayoumi, D. Laxton y P. Pesenti, abril 2004.
- 342 «Equal size, equal role? Interdependence between the euro area and the United States», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, abril 2004.
- 343 «Monetary discretion, pricing complementarity and dynamic multiple equilibria», por R. G. King y A. L. Wolman, abril 2004.
- 344 «Ramsey monetary policy and international relative prices», por E. Faia y T. Monacelli, abril 2004.
- 345 «Optimal monetary and fiscal policy: a linear-quadratic approach», por P. Benigno y M. Woodford, abril 2004.
- 346 «Perpetual youth and endogenous labour supply: a problem and a possible solution», por G. Ascari y N. Rankin, abril 2004.
- 347 «Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty», por C. Fuss y P. Vermeulen, abril 2004.
- 348 «Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain?», por M. Fratzscher y M. Bussiere, abril 2004.
- 349 «Estimating the rank of the spectral density matrix», por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, abril 2004.
- 350 «Exchange rate policy and the zero bound on nominal interest rates», por G. Coenen y V. Wieland, abril 2004.
- 351 «Interest rate determination in the interbank market», por V. Gaspar, G. Pérez Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, abril 2004.
- 352 «Forecasting inflation with thick models and neural networks», por P. McNelis y P. McAdam, abril 2004.
- 353 «Towards the estimation of equilibrium exchange rates for CEE acceding countries: methodological issues and a panel cointegration perspective», por F. Maeso-Fernández, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2004.
- 354 «Taking stock: monetary policy transmission to equity markets», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, mayo 2004.
- 355 «Production interdependence and welfare», por K. X. D. Huang y Z. Liu, mayo 2004.
- 356 «Developing a euro area accounting matrix: issues and applications», por T. Jellema, S. Keuning, P. McAdam y R. Mink, mayo 2004.
- 357 «Seasonal adjustment and the detection of business cycle phases», por A. M. Mir y D. R. Osborn, mayo 2004.
- 358 «Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?», por G. Mourre, mayo 2004.
- 359 «The longer-term refinancing operations of the ECB», por T. Linzert, D. Nautz y U. Bindseil, mayo 2004.
- 360 «Optimal monetary policy rules for the euro area: an analysis using the area wide model», por A. Dieppe, K. Küster y P. McAdam, mayo 2004.
- 361 «Excess reserves and the implementation of monetary policy of the ECB», por U. Bindseil, G. Camba-Méndez, A. Hirsch y B. Weller, mayo 2004.

- 362 «Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries», por R. Jiménez-Rodríguez y M. Sánchez, mayo 2004.
- 363 «Communication and exchange rate policy», por M. Fratzscher, mayo 2004.
- 364 «Asset price booms and monetary policy», por C. Detken y F. Smets, mayo 2004.
- 365 «Exchange rates and fundamentals: new evidence from real-time data», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, mayo 2004.
- 366 «The informational content of over-the-counter currency options», por P. Christoffersen y S. Mazzotta, junio 2004.
- 367 «Factor substitution and factor augmenting technical progress in the US: a normalized supply-side system approach», por R. Klump, P. McAdam y A. Willman, junio 2004.
- 368 «Capital quality improvement and the sources of growth in the euro area», por P. Sakellaris y F. W. Vijselaar, junio 2004.
- 369 «Sovereign risk premia in the European government bond market», por K. Bernoth, J. von Hagen y L. Schuknecht, junio 2004.
- 370 «Inflation persistence during periods of structural change: an assessment using Greek data», por G. Hondroyannis y S. Lazaretou, junio 2004.
- 371 «Inflation persistence: facts or artefacts?», por C. Robalo Marques, junio 2004.
- 372 «The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine», por U. Bindseil, junio 2004.

OTRAS PUBLICACIONES

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
- Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.
- «The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

«Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.

«Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.

«Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.

«Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.

«Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.

«The new Basel Capital Accord», agosto 2003.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.

«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.

«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003», noviembre 2003.

« TARGET2: the payment system of the eurosystem», noviembre 2003.

«Seasonal adjustment», noviembre 2003.

«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.

«EU banking sector stability», noviembre 2003.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.

«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.

«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.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.



GLOSARIO

Activos exteriores netos de las IFM: comprende los activos exteriores de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes en monedas distintas del euro, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos los pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos mantenidos por no residentes en la zona del euro, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM con plazo inferior o igual a dos años).

Administraciones Públicas: comprende las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social. Las unidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas, en principio, del concepto Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM): el balance agregado de las IFM se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las IFM (principalmente, eliminando los préstamos recíprocos entre las IFM).

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes dentro y fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. El comercio dentro de la zona del euro registra las entradas y salidas de bienes entre los países de la zona, al tiempo que el comercio fuera de la zona registra el comercio exterior de la zona del euro con el resto del mundo. Las estadísticas del comercio exterior no son directamente comparables con las importaciones y exportaciones 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.

Coste laboral bruto mensual: medida de los 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 de los asalariados en relación con el producto interior bruto.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: comprende los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro y los valores emitidos por residentes en la zona mantenidos por las IFM. Los valores comprenden acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones.

Curva de rendimientos: describe la relación entre tipos de interés a distintos plazos en un momento determinado. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

Deriva salarial: medida de la brecha entre la tasa de crecimiento de los sueldos y salarios efectivamente pagados y la de los salarios base negociados en convenio (debido, por ejemplo, a otros conceptos, como primas salariales y primas por promoción, así como cláusulas de salvaguarda para hacer frente a la inflación no esperada).

Deuda (cuentas financieras): incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. 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 cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuestas de opinión de la CE: encuestas económicas cualitativas a empresarios y consumidores realizadas por la Comisión Europea. Las preguntas 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. Los indicadores de confianza son indicadores compuestos o sintéticos, calculados como la media aritmética de los saldos en términos de diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas y negativas de varios componentes (véase cuadro 5.2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» para más información).

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.

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, basada en operaciones.

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 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 países 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 precios de los consumos intermedios del sector manufacturero de la zona del euro: media ponderada de los precios de los consumos intermedios en las manufacturas, calculada a partir de las encuestas sobre la actividad en el sector manufacturero realizadas en algunos países de la zona del euro.

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 BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

Inversiones de cartera: registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona («activos») y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de 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 los derechos de voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza que refleja el objetivo 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 los derechos de voto). Las inversiones directas registran las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la zona del euro (como «inversión directa en el exterior») y las adquisiciones netas de activos en la zona del euro por no residentes (como «inversión directa en la zona del euro»). Las inversiones directas incluyen acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho. 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. 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. Comprende M2 y los instrumentos negociables, es decir, 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 que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto mensual llevada a cabo por el Eurosistema, con vencimiento habitual a tres meses. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el volumen que se adjudicará se anuncia con antelación.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto semanal llevada a cabo por el Eurosistema. En el 2003 el Consejo de gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría a ser de dos a una semana. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el tipo mínimo de puja se anuncia con antelación.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro 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: comprenden depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones 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: suma de los 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. También se le denomina posición acreedora neta frente al exterior.

Precios industriales: medida del 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: medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; 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): resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción 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 exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y 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. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda (Administraciones Públicas): la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y 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.

Remuneración por asalariado: se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total 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 por el cual 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): los tipos de cambio efectivos nominales del euro son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés, fijados por el Consejo de Gobierno, que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja aplicable a 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: medida de los empleos de nueva creación, de las vacantes sin cubrir o de 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. Las acciones 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.